

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

**“Le operazioni di M&A nell'industria del lusso:
Il caso LVMH”**

Relatore

Prof. Gianluca Mattarocci

Candidata

Chiara Perinetti Casoni

Matr. 169931

Anno Accademico 2013/2014

Indice	
Introduzione	Pag. 3
Capitolo 1. Le operazioni di M&A	>> 7
1.1 Introduzione	>> 7
1.2 Dimensioni del fenomeno	>> 9
1.3 Definizione	>>14
1.4 Obiettivi perseguiti	>>23
1.5 Le modalità di pagamento	>>30
1.6 Conclusioni	>>34
Capitolo 2. Le operazioni di M&A nel settore del lusso	>>38
2.1 Introduzione	>>38
2.2 Lusso: definizione e tendenze evolutive	>>39
2.3 Le caratteristiche specifiche del settore	>>44
2.4 Le performance e le motivazioni delle M&A nel settore del lusso	>>53
2.5 Conclusioni	>>60
Capitolo 3. Il caso del gruppo LVMH	>>62
3.1 Introduzione	>>62

3.2 Descrizione dell'azienda	>>63
3.3 Struttura e motivazioni dell'operazione di M&A	>>72
3.4 I primi risultati dell'operazione	>>80
3.5 Brevi cenni al post- Bulgari	>>85
3.6 Conclusioni	>>88
Conclusione	>>90
Bibliografia	>>94
Sitografia	>>96
Ringraziamenti	>>97

Introduzione

“Il lusso è una necessità che comincia dove la necessità finisce”. La presente citazione dell'icona di stile Coco Chanel sembra la più adatta per introdurre un elaborato che presenta l'analisi di uno dei maggiori competitors operanti nel mercato del lusso. I prodotti dall'industria del lusso sono necessari non in quanto utili alla nostra sopravvivenza ma perché come altri prodotti in grado di soddisfare il bisogno di far sentire chiunque li posseda speciale.¹ Da sempre i beni di lusso sono visti come mezzi in grado di catapultare l'utilizzatore in un mondo fatto di sogni, svincolato dalla realtà anche in eventuali situazioni di crisi economica e sociale come quella attuale. Se questa visione del mercato del lusso appare da un lato condivisibile, è d'altra parte innegabile che le aziende operanti in tale mercato hanno dovuto far fronte ad una concorrenza sempre crescente e in quest'ultimi anni proteggersi da i possibili effetti che la crisi globale avrebbe potuto avere sulla loro attività. Alla luce di queste considerazioni sarebbe fuorviante, oggi, continuare a guardare al lusso e in particolare ai prodotti del sistema-Moda come ad un qualcosa di avulso dalla realtà o come mezzo per uscirne. Se l'industria del lusso è fatta di abiti, gioielli e oggetti unici, questo non esclude che essa non sia fatta di economia, finanza, logiche e strategie di mercato utilizzate da coloro i quali vogliono continuare a farne parte.

L'elaborato si propone di analizzare e spiegare la strategia “ibrida”, di attacco e difesa, portata avanti da uno dei marchi più famosi e rinomati nel mondo nel mercato del lusso ovvero LVMH. Tale

¹ Marinozzi G., Tartaglia A., “Il lusso: magia e marketing. Presente e futuro del superfluo indispensabile”, Franco Angeli, 2006

gruppo, infatti, partito in origine da un piccolo negozio di pelletterie sotto il più semplice marchio Louis Vuitton, è riuscito, tramite strategie e mosse ben oculate, ad imporsi nel mercato di riferimento e a configurarsi oggi come uno dei “poli del lusso”.² Il percorso descritto mostra la storia di un marchio, che per garantirsi stabilità e una crescita esponenziale prima e per non cedere alla crisi economico-finanziaria che ha coinvolto tutti i settori poi, non ha puntato sullo sviluppo di prodotti, design o degli elementi che da sempre sono stati considerati come rilevanti nel settore del lusso ma su strategie finanziarie (e in particolare sulle operazioni di M&A) che le hanno consentito di accrescere le risorse dell’impresa. Questa considerazione introduce il secondo obiettivo del presente elaborato ovvero quello di provare come in ogni mercato, e in settori particolarmente competitivi come quello del lusso, oggi si renda necessario puntare su strumenti e operazioni finanziarie, precedentemente sottovalutate, che siano in grado di garantire una crescita stabile e al contempo veloce. Le operazioni di M&A in tal senso rappresentano, al giorno d’oggi, una risorsa fondamentale per le imprese e il presente testo tenterà di dimostrare come, a dispetto dei rischi insiti ad esse, la conseguenza principale di un’acquisizione o di una fusione sia quella di aumentare il valore dell’impresa.³

La tesi si articola in tre capitoli in cui si analizzano rispettivamente le teorie relative alle operazioni di M&A, l’andamento del settore della moda e il caso del gruppo LVMH.

² <http://class25.com/it/louis-vuitton/prodotti/louis-vuitton>

³ Snichelotto M., Pegoraro Alessandro “Le operazioni di M&A” come strumento del vantaggio competitivo”, *RiVista*, 3,2009.

Il primo capitolo considera le operazioni di M&A nei loro molteplici e diversi aspetti, tentando di analizzare le motivazioni che spingono aziende di ogni settore ad utilizzarle più di frequente, andando a configurare queste operazioni di “finanza straordinaria” come sempre più ordinarie di questi tempi. L’intento principale della prima parte è quello di comprendere se le operazioni di fusione e acquisizione debbano essere considerate come un rischio dalle aziende che vogliono porle in essere o come una risorsa e un’opportunità a prescindere dal settore considerato.

Nel secondo capitolo, l’attenzione è stata rivolta alle caratteristiche specifiche del mercato di riferimento, quello del lusso, cercando di offrire una panoramica sui principali concorrenti e sulle cause specifiche che inducono le aziende in esso operanti a portare a termine le operazioni di M&A. L’analisi del settore è utile per evidenziare come a volte siano proprio le caratteristiche distintive dello stesso (nel caso del lusso l’eccessiva competitività) a rendere necessario l’impiego di strumenti “atipici” come le operazioni di M&A.

Il terzo e ultimo capitolo studia un operatore specifico del settore del lusso, quale il gruppo LVMH, che nelle operazioni di M&A ha trovato la sua strategia di crescita. Il capitolo, in particolare, si sofferma sull’acquisizione portata avanti, nel corso del 2011, dal gruppo nei confronti di Bulgari, altro marchio simbolo del settore del lusso e soprattutto del *made in italy*, per comprendere e spiegare quali siano state le motivazioni che hanno portato alle trattative e alla conclusione del deal non solo dal punto di vista dell’azienda acquirente ma anche della target. Il caso LVMH

evidenza come una valutazione costo-beneficio adeguata e movimenti a supporto dell'operazione di M&A possano garantire il successo delle operazioni di acquisizione in più casi e anche in presenza di considerazioni molto diverse fra loro.

Le conclusioni finali dell'elaborato andranno a sintetizzare i principali risultati ottenuti dall'analisi del settore del lusso e del caso oggetto di studio.

Capitolo 1: Le operazioni di M&A

1.1 Introduzione

Il manager finanziario persegue l'obiettivo dell'incremento di valore della propria impresa per raggiungere nel minor tempo possibile un vantaggio competitivo che si traduca in una redditività stabilmente maggiore a quella dei concorrenti.⁴ Una volta acquisito tale vantaggio, le imprese devono cercare di mantenerlo per rendere la loro posizione sul mercato il più possibile longeva. Già nel 1986 Ghemawat⁵ ha individuato tre fattori, difficilmente imitabili, che assicurano la durata del vantaggio competitivo raggiunto dalle imprese. Essi sono la dimensione, l'accesso preferenziale alle risorse critiche o al mercato e i limiti delle opzioni strategiche dei concorrenti. La crescita rappresenta una modalità attraverso la quale un'impresa, facendo leva sui tre fattori sopra citati, può acquisire e consolidare un vantaggio competitivo.⁶

E' possibile individuare due tipologie di crescita: la crescita per linee interne e per linee esterne. Mentre la prima prevede lo sviluppo di nuove attività fondato su competenze, conoscenze e

⁴ Fontana F., Caroli M., "Economia e gestione delle imprese" 4°edizione McGraw-Hill,2012.

⁵ Ghemawat, P., "Sustainable Advantage," Harvard Business Review, September-October 1986.

⁶ "Il vantaggio competitivo nasce fundamentalmente dal valore che un'azienda è in grado di creare per i suoi acquirenti che fornisca risultati superiori alla spesa sostenuta dall'impresa per crearlo." (Porter. M, "Il vantaggio competitivo delle nazioni",1991).

risorse finanziarie già in possesso dell'azienda,⁷ la crescita per linee esterne fa leva sul fattore dimensionale ed è solitamente perseguita tramite diverse modalità quali alleanze strategiche, joint ventures e operazioni di M&A (Merger&Acquisition). Ognuna delle modalità citate prevede accordi tra due diverse realtà aziendali ma la differenza si riscontra nel grado di integrazione tra i due soggetti coinvolti nell'accordo.⁸ Le fusioni e le acquisizioni (M&A) vengono normalmente classificate come operazioni di finanza straordinaria che conducono ad una crescita dimensionale dell'impresa. Sebbene fino a qualche decennio (specie nel panorama italiano) la ridotta dimensione delle imprese così come la capacità di adattamento allo scenario economico in continuo mutamento costituiva la vera fonte del vantaggio competitivo per le imprese, nel contesto attuale le mutate condizioni del mercato non consentono più alle imprese di rimanere competitive puntando solo su una crescita per linee interne. Essa, infatti, comporta l'impiego di un'ingente riserva di risorse finanziarie di cui oggi solo una piccola percentuale di imprese dispone. Tale considerazione riesce, seppur solo in parte, a spiegare perché i sistemi economici moderni siano fortemente influenzati dalle operazioni di M&A e la portata via via crescente di tali fenomeni.

⁷Questa si esplica nel tentativo di aumentare la capacità produttiva e nelle strategie di diversificazione e/o di integrazione verticale. Per approfondimenti si veda Sicca L., "La gestione strategica dell'impresa", Cedam, 2001

⁸Ad esempio un'alleanza strategica, a cui si associa il livello minimo di integrazione, prevede una relazione basata solo su un'idea di condivisione delle direttive strategiche. Di contro le M&A si caratterizzano per il più alto grado di integrazione. Per approfondimenti si veda Cortesi A., "La crescita delle piccole imprese: fusioni, acquisizioni e accordi", Giappichelli, 2004

Di seguito si andranno a definire le operazioni di M&A, la loro diffusione, le tipologie esistenti nonché le motivazioni e gli obiettivi perseguiti tramite esse dalle imprese acquirenti ed acquisite e le metodologie di pagamento a disposizione.

1.2 Dimensioni del fenomeno

Il fenomeno legato all'utilizzo delle operazioni di M&A come modalità di crescita per linee esterne, che porti al raggiungimento di un vantaggio competitivo, ha assunto dimensioni sempre più consistenti seppur non sia mai stato caratterizzato da un andamento lineare. Nonostante il successo riscontrato da questo tipo di transazioni, infatti, sin dagli inizi dell'800 il fenomeno si è manifestato in modo ciclico. Esso inoltre appariva geograficamente localizzato sul mercato americano ed inglese. Martynova e Renneboog (2008)⁹ hanno analizzato più di un secolo di transazioni avvenute nel mercato statunitense ottenendo come risultato l'identificazione di sei grandi ondate:

1) 1890–1903: le imprese americane cercavano di ottenere il monopolio del settore di riferimento tramite la costruzione della fiducia e il perseguimento di una strategia di integrazione verticale.¹⁰

2) 1910–1929: questa ondata ha riguardato in misura maggiore le compagnie di dimensioni minore escluse dalla prima e rimaste così

⁹ Martynova, M., & Renneboog, L.D.R. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking and Finance*, 32(10), 2148-2177.

¹⁰ Un esempio rilevante è rappresentato dalla creazione della Standard Oil Company del New Jersey avvenuta nel 1899.

escluse dalle posizioni dominanti dei mercati. Acquisendo una compagnia, tali imprese puntavano alla creazione di economie di scala necessarie per poter competere con le grandi industrie predominanti nei settori di competenza.

3) 1950–1973: durante questa fase le imprese puntavano a diversificare le loro fonti di ricavi tramite le operazioni di M&A così da poter ridurre il rischio percepito. La protagonista assoluta di questi anni fu General Electric. Con l'acquisizione della Ken-Rad Tube Manufacturing Corporation e la creazione di una serie di divisioni aventi come obiettivo proprio la diversificazione.

4) 1981–1989: in questi anni, a causa dell'alta inflazione e dell'alto costo dell'indebitamento, le imprese, pur di rimanere sul mercato, si resero conto della necessità di abbassare i costi al livello operativo e finanziario. Lo strumento più utilizzato per tale finalità fu quello delle M&A.

5) 1993–2001: la regolamentazione in vari mercati e la creazione di nuovi strumenti di mercato (es. junk bond) aprirono le porte ad un'alta disponibilità del credito per il finanziamento di investimenti molto rischiosi. Questa situazione condusse ad una rapida e consistente diffusione delle operazioni di leveraged buy-out.

6) 2003–2007: le acquisizioni in questa fase sono state effettuate per le più eterogenee ragioni: dalla volontà di ottenere economie di scala, al consolidamento della posizione all'interno del mercato di riferimento, dalla volontà di realizzare un investimento di ristrutturazione per ottenere margini di profitto, alle esigenze di diversificazione. Un arresto del fenomeno è stato registrato in

coincidenza della crisi americana e mondiale iniziata nel 2007 con la crisi dei mutui subprime.

La ricerca condotta da Martynova and Renneboog ha evidenziato come la fine di ogni ondata sia coincisa con un periodo di crisi o di recessione del mercato americano. Inoltre ognuna di esse, per quanto motivata da ragioni diverse, mostra come le imprese siano sempre state spinte da 3 driver fondamentali quali shock tecnologici e di mercato, cambiamenti nella regolamentazione e disponibilità del credito.¹¹

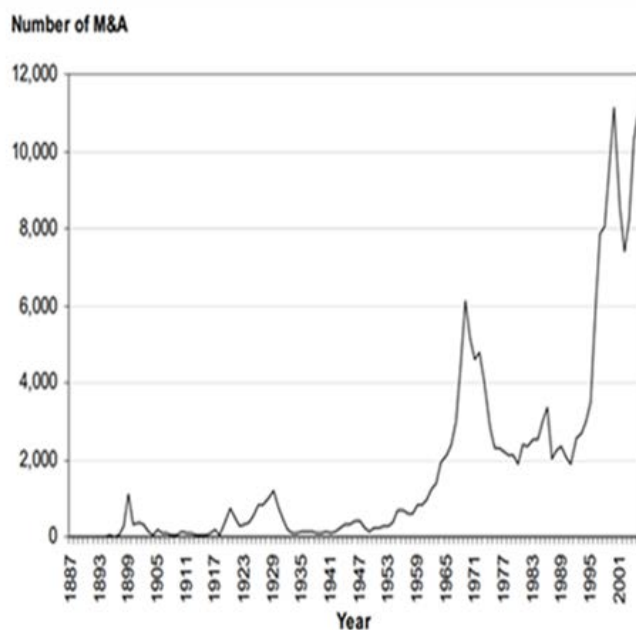


Figura 1.1: Andamento delle operazioni di M&A negli Stati Uniti dal 1887 al 2001.¹²

¹¹Petitt S. B., Kenneth R. Ferris, "Valuation for Mergers and Acquisitions, 2nd edition, cap.1, 2013

¹²Ulrich Steger and Christopher Kummer, " Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur - The Vicious Circle from Pressure to Failure",2007

Volendo analizzare il modo più dettagliato la situazione degli ultimi anni, a partire dagli inizi del nuovo millennio si è registrata una forte diminuzione nel flusso mondiale di tali operazioni legata sia al numero delle transazioni (-1,4%) che al loro valore (-29,8% nel 2003 rispetto al 2002). Diminuisce anche la dimensione media delle transazioni; la categoria delle operazioni di fusione e acquisizione con valore superiore ai 10 miliardi di euro ha infatti subito un progressivo calo. Differente risulta, inoltre, la distribuzione di tali operazioni: di fronte alla riduzione delle operazioni motivate da una volontà di espansione in nuovi settori merceologici, si assiste all'aumento delle acquisizioni realizzate per accrescere la specializzazione di mercato dell'acquirente.

La contrazione delle operazioni di M&A registrata agli inizi del secolo non è stata però costante. Infatti già nel 2005 si assiste ad un nuovo slancio del fenomeno (aumento del 18% nel valore medio delle operazioni) sebbene non si arresti la diminuzione legata alla dimensione delle transazioni. A livello settoriale sono i servizi privati e i beni e i servizi industriali ad essere oggetto del maggior numero di operazioni (particolarmente il settore petrolifero).¹³ Nel 2008 si assiste ad un nuovo arresto del fenomeno con cali significativi sia nel numero delle operazioni (-16%) che nel loro valore complessivo (-35%). Tale decremento si distribuisce in modo omogeneo in tutti i settori e in tutte le aree geografiche sia a livello europeo che nello scenario mondiale. La tendenza al ribasso

¹³ In Italia di contro si registra un livello pressoché stabile di transazioni tra il 2000 e il 2005. Ciò è da considerarsi positivo se si pensa che il fenomeno ha tardato ad affermarsi a livello nazionale (anni '80 in poi), evidenza riscontrabile nel ritardo nell'introduzione di una normativa antitrust e nella presenza di un numero limitato di studi empirici sulla materia.

delle operazioni di M&A continua fino al giorno d'oggi con un'accentuazione nel 2011 (-4,6% rispetto al 2010). Si distingue dall'andamento mondiale l'Unione europea che registra invece un incremento del 34,6% relativo al valore delle transazioni.¹⁴

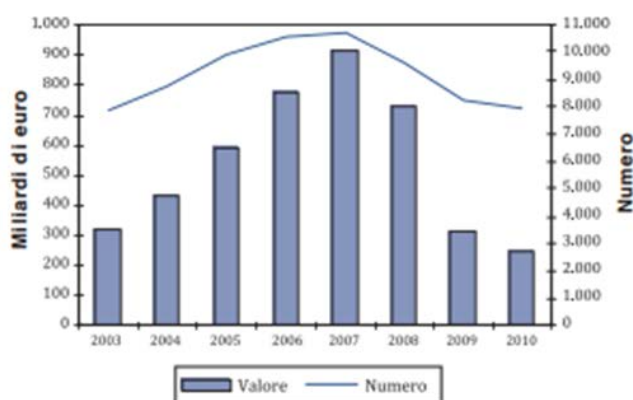


Figura 1.2: Operazioni di acquisizione, relative all'Unione Europea, tra il 2003 e il 2007.¹⁵

Tale crescita risulta meno evidente già nell'anno successivo, il 2012, in cui i dati evidenziano un drastico calo in Europa, Asia e Nord America ed una crescita riguardante il solo volume delle transazioni relativa al solo Medio Oriente.¹⁶

¹⁴ Tutti i dati citati fanno riferimento all'analisi sulle concentrazioni tra imprese dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato disponibili sul sito ufficiale dell'ente. www.agcm.it

¹⁵ Rapporto dell'Autorità Garante della concorrenza e del mercato sulle operazioni di concentrazione tra imprese. www.agcm.com

¹⁶ I dati sono stati elaborati grazie a Zephyr, il database Bureau van Dijk contenente informazioni sulle operazioni di M&A, IPO, e Private Equity, realizzate in tutto il mondo. www.bvdinfo.it

La situazione odierna appare pressoché immutata ad eccezione del panorama italiano che, secondo il rapporto KMPG, nel primo trimestre del 2014 ha registrato un'accelerazione del fenomeno sia in termini di valore (10,7 miliardi di euro contro i 3,5 del 2013) che in termini di operazioni (104 contro le 51 dell'anno precedente). L'operazione più significativa per controvalore risulta essere l'acquisizione da parte del gruppo Fiat dell'americana Chrysler. In particolare, a gennaio Fiat ha concluso l'acquisizione della quota di Chrysler ancora in possesso del fondo pensionistico VEBA Trust (pari al 41,5%) per un controvalore complessivo pari a 3,65 miliardi di dollari (circa €2,7 miliardi). Sebbene i dati citati evidenzino una tendenza ora al rialzo ora al ribasso del fenomeno delle operazioni di M&A, i volumi e l'importanza di esse appaiono ancora considerevoli

1.3 Definizione

Con i termini anglosassoni *Mergers and Acquisitions* si è soliti far riferimento al fenomeno delle Fusioni e delle Acquisizioni, operazioni classificabili come di finanza straordinaria utilizzate dalle imprese per una crescita per linee esterne sotto il profilo dimensionale. Tali operazioni vedono coinvolte, nel più semplice dei casi, un'impresa acquirente e una acquisita e prevedono "l'unificazione di due istituti distinti sotto la sfera di potere volitivo di un unico soggetto economico"¹⁷.

¹⁷ Snichelotto M., Pegoraro Alessandro "Le operazioni di M&A" come strumento del vantaggio competitivo", *RiVista*, 2009.

Esistono molte classificazioni generali delle operazioni di M&A. La distinzione classica avviene in base alla modalità nonché alla direzione di espansione da parte dell'impresa acquirente. Si delineano così tre tipologie di acquisizione: orizzontale, verticale e conglomerale.¹⁸ Le più diffuse risultano essere le acquisizioni orizzontali ovvero integrazioni di due aziende che operano nella stessa linea di business come nel caso dell'azienda farmaceutica Pfizer che acquisì la concorrente Wyeth dietro pagamento di 64,5 miliardi di dollari. Le acquisizioni verticali prevedono invece che l'acquirente voglia espandere il proprio controllo o a monte verso le materie prime o a valle verso il consumatore finale.¹⁹ L'ultima modalità, la più complessa e anche la meno diffusa negli ultimi anni, è quella delle acquisizioni conglomerali che prevedono l'integrazione di aziende operanti in settori tra loro non correlati. Una probabile spiegazione del "declino" di quest'ultima tipologia di transazione è dovuta alle condizioni del mercato globale odierno che vede le imprese acquisire con l'intento di specializzarsi in unico settore al fine di ottenerne il controllo e le imprese acquisite cedere comparti delle proprie unità organizzative nel tentativo di attuare una strategia di focalizzazione.²⁰

La distinzione "classica" tuttavia, non risulta sufficiente per inquadrare appieno il fenomeno in questione. Vi sono tuttavia

¹⁸ Brealey Richard, Myers Stewart, Allen Franklin, Sandri Sandro, "Principi di finanza aziendale" McGrawHill, 2010

¹⁹ Così Walt Disney nell'acquisizione di ABC Television

²⁰ "La strategia di focalizzazione consiste nella ricerca di una posizione di vantaggio assoluto nei costi o di differenziazione in un'area molto circoscritta del mercato detta "nicchia." Fontana F., Caroli M., "Economia e gestione delle imprese", McGraw-Hill 4° edizione, 2012. Porter definiva tale strategia come minore in quanto da sola non è in grado di assicurare un vantaggio competitivo.

numerose altre classificazioni riguardanti le operazioni di M&A. Bower ad esempio, sostiene che esistono cinque motivi fondamentali che spingono le imprese ad acquisire e in base ad essi distingue cinque tipologie di M&A.²¹ Secondo l'autore, le imprese sono portate ad acquisire per gestire l'eccesso di capacità tramite il consolidamento in settori "maturi", "to roll-up the competitors" letteralmente "accartocciare i concorrenti" cioè inglobarli in mercati geograficamente frammentati, per espandersi in nuovi mercati o specializzarsi in nuovi prodotti, per sostituire il c.d. R&D (Research&Development) e infine per avere successo eliminando i confini e le barriere di un mercato creandone uno completamente nuovo. Queste motivazioni, molto diverse tra loro, portano alla seguente classificazione:

- 1) The overcapacity M&A
- 2) The geographic roll-up M&A
- 3) The product or market extension M&A
- 4) The M&A as R&D
- 5) The industry convergence M&A

The over-capacity M&A avvengono in settori ormai maturi e capital intensive come quello dell'acciaio. Dal punto di vista dell'impresa acquirente questo tipo di acquisizioni consente la

²¹ Bower L. Joseph "Not All M&As Are Alike—and That Matters", Harvard Business Review, 2001

razionalizzazione dei costi. Il risultato finale è il raggiungimento di una più ampia quota di mercato, una più efficiente gestione delle operations e la riduzione della capacità produttiva dell'intero settore. Per avere successo in questo tipo di acquisizioni si raccomanda di comprendere velocemente la situazione dell'impresa acquisita imponendo il proprio processo senza aspettarsi di poter sradicare totalmente quello già esistente. Questo tipo di acquisizione risulta apparentemente molto simile alla successiva e di conseguenza sostitutiva poiché entrambe prevedono un consolidamento del business. Fra le due vi è in realtà una differenza sostanziale. Contrariamente alla prima, la geographic roll up M&A, infatti, avviene in uno stadio precedente di vita del mercato: la fase di sviluppo. Molti business infatti, specie nelle loro prime fasi di vita, rimangono locali e frammentati e nessuna impresa risulta essere dominante all'interno di essi. Un'impresa potrebbe quindi attuare una strategia di "roll-up" per espandersi geograficamente, inglobando le altre aziende vicine. Tale modalità di acquisizione permettere di abbassare i costi operativi e di incrementare il valore per i clienti. Fattore critico di successo in questo caso risulta essere però l'abilità dell'impresa di abbassare i costi senza un'eccessiva standardizzazione delle operations perché è fondamentale che le unità operative rimangano locali qualora la relazione con i clienti locali sia ritenuta importante per il business.

Muovendosi all'interno della terza categoria individuata (the product or market extension M&A) l'impresa acquirente si propone l'obiettivo di espandere la propria gamma di prodotto o il proprio mercato di riferimento. Essa è quindi il risultato di una strategia di diversificazione o internazionalizzazione perseguita dall'impresa.

Importante risulta in questo caso avere la certezza di possedere le competenze per gestire l'ampliamento della gamma di prodotti o le esigenze di clienti con gusti, tradizioni e culture diverse da quelle del paese fino a quel momento servito. The M&A as R&D è un tipo di acquisizione che si pone come sostitutiva dell'attività di ricerca e sviluppo all'interno di un'impresa. Particolarmente utilizzata nei settori high-tech, consente all'impresa che stia tentando di espandersi in un mercato caratterizzato da un alto livello di know-how e dalla necessità di possedere conoscenze specifiche di acquistarle per rendersi competitiva nel minor tempo possibile.

Appare interessante notare che l'ultima categoria di acquisizioni indicata (industry convergence M&A) differisce dalle precedenti per le finalità per le quali viene intrapresa. Le quattro tipologie analizzate comportano, infatti, un qualche cambiamento nella relazione tra le imprese operanti in un determinato mercato. Questa categoria ha invece l'obiettivo di creare un vero e proprio nuovo business tramite la convergenza di settori che ad una prima analisi possono apparire come scollegati tra loro. La scommessa dei manager risiede in questo caso, non tanto nell'integrazione delle risorse o nella riduzione dei costi quanto nella capacità di sfruttare le sinergie tra settori non correlati.

Le classificazioni fino a questo punto analizzate riguardano le operazioni di M&A in termini generali. In realtà quando si considera questo fenomeno risulta necessario distinguere attentamente tra l'operazione di fusione e quella di acquisizione. Col termine fusione si indica un'operazione di finanza straordinaria in cui tutte le attività e le passività di un'impresa sono rilevate

dall'acquirente. Tale operazione va approvata da entrambe le assemblee straordinarie delle imprese coinvolte. La fusione a sua volta può avvenire in due diverse forme: *per unione o per incorporazione*.

La fusione per unione prevede il formarsi di una società formalmente nuova che prende vita dalle società partecipanti (fuse) che, per effetto dell'operazione perdono la loro individualità giuridica. L'intero patrimonio delle società preesistenti viene trasferito alla società di nuova formazione la cui compagine sociale sarà formata da tutti i soci delle società oggetto dell'operazione. Nella fusione per incorporazione una società "incorporante" assorbe un'altra società detta incorporata che, per effetto dell'operazione, perde la propria individualità giuridica. Il patrimonio dell'incorporata si unisce a quello dell'incorporante e la compagine sociale è il risultato dell'unione delle compagini sociali delle società partecipanti alla fusione. Appare, quindi, evidente che le due tipologie di fusione non risultano essere in alcun modo distinte sotto il profilo strutturale. La differenza tra esse va quindi ricercata al livello formale. La fusione per incorporazione non prevede infatti la costituzione di una nuova società ma la confluenza in una società già esistente di patrimoni e compagini sociali di altre imprese. Solo in capo a quest'ultime si verificherà la perdita dell'individualità giuridica prevista invece per tutte le società partecipanti all'operazione nel caso di fusione per unione. La fusione può avvenire tramite un aumento di capitale sociale da parte della società incorporante, tramite l'annullamento dell'incorporata già in possesso dell'incorporante o tramite l'applicazione congiunta di tali fattispecie. L'acquisizione in senso

proprio indica invece l'acquisto dell'intero pacchetto azionario o di una parte delle azioni dell'impresa in vendita in cambio di contante, azioni proprie o altri titoli. Un ultimo approccio consiste nell'acquisto di una parte o di tutte le attività dell'impresa e in tal caso il pagamento viene fatto direttamente all'impresa e non ai suoi azionisti. A fronte di un prezzo maggiore questa forma di acquisizione consente all'acquirente di non farsi carico anche dei debiti dell'impresa acquisita.²²

Il processo delle operazioni di M&A risulta ovviamente non standardizzabile poiché esse risultano di volta in volta motivata da ragioni diverse e trattate separatamente dai manager ma è ad ogni modo possibile individuare quattro fasi generali che risultano comuni nel processo decisionale del buyer. Esse sono la fase di selezione, di valutazione, di negoziazione e di integrazione. Le prime due risultano molto simili dal punto di vista delle azioni del management e quindi accorpabili. L'impresa acquirente deve, infatti, valutare i rischi legati all'operazione e i possibili benefici. Va ricordato che un'acquisizione crea valore solo quando le due imprese valgono di più insieme che come realtà aziendali separate. Ciò implica che il complesso unificato di due o più imprese acquista valore se il management è in grado di integrare perfettamente le due imprese partecipanti riducendo i costi tramite la centralizzazione della produzione o condividendo le risorse produttive, tecnologiche e di know-how. Risulta chiaro che in questa prima fase l'acquirente deve analizzare in primis i settori coinvolti per poi eventualmente procedere all'individuazione di

²² Brealey Richard, Myers Stewart, Allen Franklin, Sandri Sandro, "Principi di finanza aziendale" McGrawHill,2010

un'impresa target. L'analisi strategica dev'essere un "processo comparativo tendente ad individuare le risorse condivisibili per sviluppare in tal modo le sinergie attese".²³ Nella scelta della società da acquisire è importante focalizzarsi su imprese a capitale diffuso, sottostimate o su divisioni di società per aumentare la probabilità che esse vengano cedute senza particolari resistenze. Dopo l'individuazione della società target prende effettivamente il via la fase di negoziazione che inizia con la due diligence, ossia l'operazione di stima del valore della società target al fine di valutare l'opportunità economico-finanziaria dell'acquisizione. Tale lavoro di analisi è immediatamente precedente alla chiusura del deal ed ha come obiettivo principale la riduzione dell'asimmetria informativa tra il compratore e il venditore. La due diligence punta a comprendere le dinamiche aziendali e di mercato dell'azienda target, a valutarne l'organizzazione e capire quale modello di business potrebbe essere attuato con successo, all'individuazione di possibili miglioramenti nella performance e delle aree che potrebbero godere di un valore aggiunto a seguito dell'aggregazione.²⁴ Conclusa la fase di negoziazione e una volta chiuso effettivamente il deal, si apre la fase di integrazione che non ha una e vera propria fine in quanto ogni decisione sarà da questo momento in poi basata sullo scambio reciproco di conoscenze e competenze. Sotto il profilo giuridico ogni fase è accompagnata da una serie di documenti e fatta eccezione per il contratto in sé, di particolare interesse risultano la lettera di confidenzialità e quella di

²³ Snichelotto M., Pegoraro Alessandro "Le operazioni di M&A" come strumento di vantaggio competitivo", 2009

²⁴ Bencini F., "Operazioni di M&A e business due diligence in un contesto di incertezza", 2010.

intenti. In una lettera di confidenzialità le parti si invitano alla reciproca riservatezza e stabiliscono alcuni obblighi per la violazione dei quali può essere stabilita una penale. La lettera di intenti²⁵ indica, invece, in modo specifico l'oggetto della trattativa così come un prezzo d'acquisto, i termini temporali e la responsabilità delle parti.²⁶ Rilevante nel processo di fusione appare anche l'aspetto contabile dell'operazione. Secondo la disciplina italiana, infatti, il trasferimento contabile deve avvenire a valori contabili (art.2504 c.c); al momento dell'unione dei due patrimoni in precedenza distinti l'incorporante recepisce i beni provenienti dalla società acquisita agli stessi valori a cui erano iscritti nella contabilità della stessa. Il consolidamento dei patrimoni delle società partecipanti alla fusione comporta, in genere, l'emersione di alcune poste di pareggio che vengono definite differenze di fusione. A seconda della natura economica e delle cause che portano alla loro determinazione, tali differenze si distinguono in differenze da concambio e differenze da annullamento. Le differenze da concambio nascono come differenze tra l'aumento di capitale sociale, deliberato dalla società incorporante per effettuare il concambio, e la frazione di patrimonio netto contabile dell'incorporata detenuta da soci terzi. Si determina un disavanzo quando l'aumento di capitale sociale è superiore alla quota di patrimonio netto; in caso contrario si registrerà un avanzo da concambio. Le differenze da annullamento

²⁵ Secondo una parte della giurisprudenza (sentenze della Suprema Corte di Cassazione 17 marzo 1994, n 2548 in Foro Italiano 1994, I, 1336) quando contiene tutti i requisiti dell'art. 1325 (oggetto, causa, accordo e forma) del codice civile si è in presenza di un contratto preliminare

²⁶ Cocco M. "Scambi tra player, un'analisi comparata sul valore vincolante delle intese preparatorie nel M&A", The independent review, 2006.

emergono qualora l'incorporante, al momento dell'acquisizione, sia già in possesso di una partecipazione nell'incorporata. Si definiscono come la differenza tra il valore di mercato di tale partecipazione e la quota di patrimonio netto contabile detenuta nell'incorporata. Si parla di disavanzo di annullamento quando il valore di bilancio della partecipazione da annullare è superiore alla quota di patrimonio netto contabile; viceversa si è in presenza di un avanzo da annullamento.²⁷ Sebbene sia difficile, appare in qualche modo possibile tracciare gli elementi essenziali delle M&A e descrivere i passaggi standardizzabili del processo di acquisizione. Lo stesso, tuttavia, non può dirsi per le motivazioni che spingono le imprese ad intraprendere tali operazioni data la molteplicità e l'eterogeneità delle stesse.

1.4 Obiettivi perseguiti

Le strategie che un'impresa può perseguire tramite una crescita per linee esterne non differiscono da quelle "classiche" perseguibili con una crescita per linee interne. Ciò significa che le imprese, nel decidere se attuare o meno un'operazione di seria importanza come quella di M&A, sono spinte da altre motivazioni legate sì alla necessità ma anche e soprattutto alla "maggiore velocità con la quale si ritiene di poter conseguire l'obiettivo desiderato e dalla possibilità di individuare sul mercato aziende sottovalutate che possono costituire un ottimo investimento."²⁸ L'obiettivo nonché

²⁷ Brealey Richard, Myers Stewart, Allen Franklin, Sandri Sandro, "Principi di finanza aziendale" McGrawHill,2010

²⁸ Snichelotto M., Pegoraro Alessandro "Le operazioni di M&A" come strumento del vantaggio competitivo", RiVista, 3,2009.

la ragione scatenante di ogni operazione di fusione o di acquisizione è in genere quello di incrementare il valore dell'impresa. Haspeslagh e Jeminson²⁹ con riferimento al termine valore operano una distinzione tra la conquista e la creazione di esso. Si è in presenza di conquista del valore quando vi è un passaggio di valore dai precedenti azionisti a quelli dell'impresa acquirente o quando si gode dei benefici fiscali scaturenti dall'operazione di acquisizione. Questo può essere un obiettivo intermedio dei manager che nel lungo periodo devono al contrario puntare a creare valore. La creazione in senso proprio può scaturire solo dall'interazione e dall'efficace integrazione tra le imprese coinvolte. A tal fine i due autori individuano quattro punti critici nella gestione delle acquisizioni ovvero la coerenza rispetto alla strategia, la qualità delle decisioni riguardanti l'operazione, la capacità di integrazione e quella di apprendimento. Fermo restando il concetto di valore e l'idea comune alla totalità dei manager che l'acquisizione rappresenti il modo più veloce per realizzare una crescita per linee esterne, una ricerca empirica condotta nel 1990 e riproposta nel 2010 da McKinsey&Company (multinazionale di consulenza di direzione) ha evidenziato quali siano i motivi più frequenti per i quali le imprese ricorrono alle operazioni di M&A³⁰. Nel 64% dei casi la trattativa è stata giustificata dalla volontà e dalla necessità di acquisire nuove risorse, capacità e competenze; a seguire il tentativo di espandersi in nuovi mercati geografici (55%) e infine la ricerca di un aumento dimensionale (36%).

²⁹ Haspeslagh Philippe C., Jeminson David B., "La gestione delle acquisizioni. Successi e insuccessi nel rinnovamento delle imprese", Etas, 1992

³⁰ "McKinsey on Finance", n°36, 2010 disponibile su www.mckinsey.it

In termini più generali la decisione da parte di un'impresa e quindi del suo management di acquisire un'altra realtà aziendale individuata come target può essere dettata da due tipologie di motivazioni: finanziarie o strategiche.³¹ Dal punto di vista finanziario un'acquisizione è giustificata solo in presenza di un beneficio economico derivante da essa. Si ha un beneficio economico se le due aziende valgono più insieme che separate e una creazione di valore si ottiene solo se si è in grado con l'operazione di M&A di capitalizzare un vantaggio monopolistico cioè di godere di vantaggi competitivi non a disposizione di altre aziende.³² Le motivazioni finanziarie per quanto importanti sono raramente in grado di fornire una giustificazione completa per avviare un'operazione di M&A. Ciò si verifica perché un'operazione di fusione o di acquisizione richiede un quantitativo di risorse che poche imprese hanno in dotazione senza necessità di accedere al credito. Esistono solo due ordini di motivazioni finanziarie talmente importanti da giustificare da sole uno sforzo di risorse così ingente da parte di un'impresa. Questi si verificano quando la borsa sottostima il valore di un'impresa o quando l'azienda target risulta essere in perdita e l'acquirente punta con la fusione a godere dei vantaggi fiscali.³³ L'operazione di fusione riduce la probabilità di dissesto dell'impresa che può quindi ricorrere ad un maggior indebitamento per godere del trattamento fiscale agevolato sugli interessi. Inoltre il settimo comma dell'articolo 172 del TUIR (Testo unico delle imposte sui redditi)

³¹ Rankine D., Howson P., "Le acquisizioni", Pearson Italia S.p.a, 2006

³² Brealey Richard, Myers Stewart, Allen Franklin, Sandri Sandro, "Principi di finanza aziendale" McGrawHill, 2010

³³ Lewellen W.G "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger", Journal of Finance, 26, maggio 1971.

consente il riporto delle perdite fiscali inutilizzate, seppur con alcune limitazioni quantitative,³⁴ qualora la società che ne sia in possesso risulti ancora “vitale”³⁵ cioè quando dal conto economico della stessa risultino un ammontare di ricavi e costi per personale dipendente superiori al 40% della media dei due esercizi precedenti. Di gran lunga più frequenti sono le motivazioni strategiche che stanno alla base di un’operazione di M&A.³⁶ Alcune di esse incidono sulla struttura del settore o del mercato in cui le imprese si trovano ad operare mentre le restanti fanno riferimento alla condotta delle stesse e di riflesso quindi sulla loro performance.³⁷ Con riferimento alle motivazioni rilevanti per la struttura dei mercati si ha l’innalzamento della barriere all’entrata e l’aumento degli ostacoli nei confronti dei concorrenti nonché la riduzione numerica di essi. Quando le dimensioni delle due imprese che si uniscono sono già di per sé rilevanti l’operazione di fusione può modificare le condizioni di concorrenza all’interno del mercato. Per questo l’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato pone dei limiti alle operazioni di concentrazione.³⁸ Molteplici sono le ragioni sottostanti alle operazioni di M&A

³⁴ Le perdite fiscali riportabili sono fruibili dalla società incorporante solo nei limiti dell’ammontare di patrimonio netto per la determinazione del quale sono esclusi i conferimenti e i versamenti utilizzati negli ultimi 24 mesi anteriori alla data a cui si riferisce la situazione patrimoniale.

³⁵ Brealey Richard, Myers Stewart, Allen Franklin, Sandri Sandro, “Principi di finanza aziendale” McGrawHill,2010

³⁶ Per approfondimenti si veda: Rankine D., Howson P., “Le acquisizioni”, Pearson Italia S.p.a, 2006

³⁷ Per approfondimenti si veda paradigma struttura-condotta-performance della scuola di Harvard a cura di Mason E., Bain J.

³⁸ Dal 2 aprile 2013 le operazioni di concentrazione devono essere notificate all’Autorità quando il fatturato totale realizzato a livello nazionale dall’insieme delle imprese interessate è superiore a € 482 milioni e quando il fatturato totale realizzato a livello nazionale dall’impresa di cui è prevista l’acquisizione è superiore a € 48 milioni.

legate alla condotta dell'impresa. Dalla diversificazione del portafoglio prodotti all'espansione territoriale, all'acquisizione di una tecnologia in modo tempestivo.³⁹ Di particolare importanza risultano invece le motivazioni legate alle economie raggiungibili tramite le operazioni di M&A. Esse sono le economie di scala (a livello di prodotto, impianto e di impresa), le economie di integrazione verticale e manageriale, le economie di scopo e di complementarità. Le economie di scala sono il naturale obiettivo delle acquisizioni orizzontali. La loro realizzazione è legata all'aumento della dimensione della capacità produttiva dell'impresa.⁴⁰ Le economie di integrazione verticale riguardano soprattutto le acquisizioni verticali. Acquisendo un fornitore a monte o un canale distributivo a valle, l'impresa riduce i costi di coordinamento e di amministrazione. Nonostante tale vantaggio l'ondata delle integrazioni verticali ha subito un forte rallentamento e le imprese ricorrono in misura sempre maggiore all'*outsourcing* acquistando da altre imprese i prodotti e servizi di cui hanno bisogno. Le economie di integrazione manageriale prevedono invece che l'acquisizione venga fatta poiché i manager dell'azienda acquirente individuano nell'impresa target delle opportunità non sfruttate e che essa possa aumentare il suo valore tramite una gestione migliore. L'obiettivo di tale acquisizione è aumentare la redditività dell'azienda obiettivo tramite un cambiamento nella gestione. Le economie di scopo derivano dall'acquisizione di

³⁹ Lewellen W.G "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger", *Journal of Finance*, 26, maggio 1971.

⁴⁰ All'aumentare della quantità prodotta diminuisce il costo medio unitario di produrre un'unità aggiuntiva.
Pasini Scognamiglio C., "Economia industriale: economia dei mercati imperfetti", Luiss University Press, terza edizione, settembre 2013

nuove risorse e competenze e si verificano nelle operazioni di fusione e acquisizione quando l'azienda incorporante ha una qualche correlazione tecnologico-produttiva con l'azienda incorporata. Infine le economie di complementarità consentono alle imprese di risparmiare ingenti risorse in ricerca e sviluppo tramite l'acquisizione di imprese specializzate operanti in mercati di nicchia. Sebbene siano indubbi i vantaggi legati ad un'operazione di M&A spesso i manager, presi dal loro ottimismo irrazionale o dai benefici personali che possono ottenere (ad esempio bonus legati all'aumento dimensionale dell'impresa) non riescono a valutare con la dovuta attenzione la complessità dell'operazione. Tale comportamento può portare a considerare come vantaggi alcuni elementi che non possono essere considerati come tali incondizionatamente.⁴¹ Il primo di questi elementi definibili come "trappole" è la convinzione che la diversificazione in quanto capace di ridurre il rischio debba essere un obiettivo primario per l'impresa. La diversificazione, pur essendo il modo più veloce ed efficace per ridurre il rischio, è di gran lunga più facile per gli azionisti di quanto lo sia per l'impresa. Gli investitori non riconoscono un valore maggiore ad un'impresa diversificata e per tale ragione non sono disposti a pagare un premio per essa in un mercato perfetto dove le opportunità di diversificazione non sono limitate a livello individuale. Una seconda motivazione fuorviante consiste nell'acquisizione di aziende con un basso rapporto prezzo-utili e un basso tasso di crescita. Tale operazione non conduce ad un beneficio economico reale né ad un aumento di valore per una

⁴¹Brealey Richard, Myers Stewart, Allen Franklin, Sandri Sandro, "Principi di finanza aziendale" McGrawHill,2010

delle due aziende. La crescita apparente che si verifica, definita come *bootstrap game*, non è in realtà supportata da un reale aumento della redditività e si basa sulla speranza dei manager che il mercato non capisca i termini della transazione. La terza e ultima “trappola” delle operazioni di M&A è da rintracciarsi nell’idea che due aziende unite possano ottenere prestiti a condizioni più favorevoli (minori tassi di interesse) rispetto a quelle ottenibili come entità separate. Ciò sarebbe vero in un mercato che si definisce efficiente poiché due imprese che da separate non garantiscono reciprocamente i propri debiti dopo la fusione sono tenute ad essere garanti nei confronti dei debiti dell’altra. Da qui l’idea di un finanziamento meno rischioso. In realtà il vantaggio iniziale non si traduce in un beneficio netto poiché a fronte di un più basso tasso d’interesse, l’impresa deve assumersi l’onere di garantire i debiti altrui. Poiché il valore di un’obbligazione è dato dalla differenza tra il valore di un’obbligazione esente dal rischio di insolvenza e il valore dell’opzione (put) di insolvenza dell’azionista, è evidente che la fusione aumenta sì il valore dell’obbligazione ma solo tramite la riduzione del valore dell’opzione di insolvenza dell’azionista.

1.5 Le modalità di pagamento

Nella valutazione del beneficio economico derivante dall'operazione di M&A, l'impresa acquirente deve stimare anche il costo dell'operazione stessa. Esso viene calcolato in modo diverso a seconda della modalità di pagamento che l'azienda intende utilizzare. La scelta di essa è un aspetto molto complesso del processo di acquisizione poiché ha delle implicazioni sul valore generato dall'operazione ed è influenzata dalle caratteristiche delle imprese coinvolte (performance azionarie, liquidità a disposizione dell'acquirente, incertezza sul valore dell'impresa target).⁴² Un'impresa o un operatore finanziario che voglia intraprendere un'operazione di M&A ha due possibili opzioni: il pagamento per contante e il pagamento con azioni. Se il pagamento è effettuato in contante il costo dell'acquisizione è pari al pagamento effettuato meno il valore attuale dell'azienda target considerata come unità indipendente. Si avrà:

$$\text{Costo} = \text{contante} - \text{VAb}$$

Il valore attuale netto per l'impresa acquirente dell'acquisizione dell'azienda target è misurato dalla differenza tra il beneficio economico e il costo dell'operazione. Qualora essa risultasse positiva sarebbe conveniente procedere con l'acquisizione. Il costo di una fusione è il premio che l'acquirente paga al venditore al di là del suo valore come entità aziendale autonoma. Tale valore può essere determinato a partire dal valore di mercato dell'impresa

⁴² Ossorio M., "Struttura finanziaria e metodi di pagamento delle acquisizioni in Italia", FMP, 2011.

target se questa è una public company (prezzo di un'azione per il numero delle azioni emesse). Da qui:

$$\text{Costo} = (\text{contante} - \text{VMb}) + (\text{VMb} - \text{VAb})$$

dove:

VMb = premio pagato rispetto al valore di mercato dell'azienda target

VAb = valore dell'azienda target come entità aziendale separata.

La differenza tra il valore di mercato e il valore intrinseco di un'azienda può talvolta giustificare un'operazione di M&A al solo scopo finanziario. Se i manager dell'impresa acquirente ritengono che vi sia un'impresa il cui valore intrinseco non sia pienamente apprezzato dal mercato azionario procedono all'acquisizione solo per ristrutturare l'azienda in questione e rivenderla sul mercato o come complesso o divisa nei suoi vari asset. Se la fusione è finanziata tramite uno scambio di azioni il costo di essa dipende dal valore delle azioni della nuova impresa ricevute dagli azionisti dell'impresa venduta. Si avrà:

$$\text{costo} = N \times \text{Pab} - \text{Vab}$$

dove N rappresenta il numero delle azioni e Pab il valore di ciascuna azione.

La differenza principale tra le due tipologie di pagamento descritte è che nel caso di pagamento per contante il costo non dipende dai benefici dell'acquisizione. Al contrario, nel caso di pagamento tramite lo scambio di azioni il costo dipende dai benefici della fusione poiché essi saranno riflessi nel prezzo dell'azione ad

operazione conclusa.⁴³ La scelta del metodo di pagamento è dettata anche da alcune considerazioni dei manager riguardanti il valore dell'impresa target e delle sue azioni, gli effetti fiscali e il trattamento contabile.⁴⁴ L'impresa acquirente predilige il pagamento tramite lo scambio di azioni qualora ritenga che le azioni dell'impresa target siano prezzate correttamente dal mercato o sopravvalutate. In caso contrario opterà, previa liquidità disponibile, per il regolamento in contanti. Dal punto di vista fiscale il pagamento per contante è un'operazione soggetta a tassazione. Gli azionisti dell'impresa cedente sono infatti obbligati a pagare imposte sui guadagni in conto capitale che realizzano; tale obbligo non è immediato nel caso di pagamento con azioni ma sussiste solo in caso di successivo smobilizzo dei titoli. Differenze tra le due modalità si riscontrano anche nel trattamento contabile diverso a seconda del contesto in cui si realizza l'operazione. Negli Stati Uniti, ad esempio, è possibile contabilizzare le operazioni di M&A in due modi: purchase method e pooling of interests. Il purchase method (metodo dell'acquisto) consiste nell'allocatione del costo di acquisizione fra le attività e le passività effettive e potenziali identificabili alla data di acquisto in base al fair value delle medesime alla stessa data. Ciò conduce alla determinazione di un valore detto *avviamento* che verrà ammortizzato in un certo numero di anni. Con il secondo metodo (la combinazione degli interessi) le attività della nuova impresa sono rappresentate nel bilancio dell'impresa post-acquisizione agli stessi valori contabili a

⁴³ Brealey Richard, Myers Stewart, Allen Franklin, Sandri Sandro, "Principi di finanza aziendale" McGrawHill, 2010

⁴⁴ Martin K.J., "The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities and management ownership", Journal of Finance, 51, 2006

cui apparivano nelle situazioni patrimoniali delle imprese originarie. Solo con il pagamento tramite scambio azionario le imprese possono avvalersi del secondo metodo ottenendo vantaggi dal punto di vista degli utili per azione. La scelta della modalità di pagamento è talmente rilevante per le imprese coinvolte in un'operazione di M&A che gli studi al riguardo tentano di collegare la stessa a vari aspetti dell'impresa secondo prospettive sempre differenti. Interessante appare la ricerca di Mario Ossorio⁴⁵ che approfondisce il legame tra il metodo di pagamento utilizzato in un'acquisizione e la struttura finanziaria dell'impresa. Dalla sua ricerca emergono due risultati fondamentali: *in primis* le imprese sovraindebitate manifestano una minore propensione a pagare per contante rispetto a quelle poco indebitate.⁴⁶ La seconda conclusione rilevante è che le imprese sovraindebitate con grandi opportunità di crescita evidenziano una maggiore reticenza nel pagare per contante rispetto ai *bidder* sovraindebitati con più limitate prospettive di crescita. In sintesi, con riguardo alla struttura finanziaria delle imprese il pagamento tramite scambio di azioni sembrerebbe quello più sicuro. Raramente le imprese si avvalgono di altri metodi di pagamento esistenti quali il pagamento differito, il vendor placing e lo scambio di azioni contro obbligazioni. Per pagamento differito si intende la possibilità per l'impresa acquirente di suddividere la cifra da versare in più occasioni e di subordinare una parte di essa al raggiungimento di determinati

⁴⁵ Ossorio M., "Struttura finanziaria e metodi di pagamento delle acquisizioni in Italia", 2011

⁴⁶ Ciò appare in linea con le ipotesi della trade-off theory sviluppata a partire da Modigliani e Miller, secondo le quali superato il livello di indebitamento ottimale i costi necessari a contrarre nuovo debito sarebbero superiori ai benefici.

obiettivi di performance. Il vendor placing consiste nel determinare una quantità di azioni dell'azienda acquirente da offrire per ogni azione dell'azienda acquisita, sulla base di un rapporto di concambio, e si procede poi alla vendita a un investitore istituzionale dell'ammontare azionario così determinato; infine nello scambio di azioni per obbligazioni viene offerto un quantitativo di obbligazioni emesse dall'acquirente per ogni azione della società acquisita, sulla base di un rapporto di concambio. Le obbligazioni accettate in questo caso sono sia quelle ordinarie che quelle convertibile nonché warrant e azioni privilegiate.⁴⁷

1.6 Conclusioni

Se il successo di un'operazione di M&A si identifica con la capacità dell'impresa di creare valore nel tempo e viene misurato tramite l'incremento di valore registrato dall'impresa a seguito dell'operazione va, in effetti, considerato che tale misurazione non risulta esente da criticità. La misura "valore" all'interno di un'organizzazione aziendale risulta, infatti, essere influenzata da molteplici fattori nel lungo periodo e non vi sono nessi causali espliciti che possano aiutare a identificare un incremento di valore, registrato su un arco di tempo, come il risultato diretto di un'operazione di M&A.⁴⁸ Sebbene in termini generali le operazioni di M&A siano effettivamente dotate della capacità di aumentare la competitività strategica delle imprese non è certo

⁴⁷ Martin K.J., "The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities and management ownership", *Journal of Finance*, 51, 2006

⁴⁸ Caiazza R., "Cross border M&A. Determinanti e fattori critici di successo", Giappichelli, 2011

possibile sostenere che non vi siano rischi ad esse associati. Per quanto consistente sia il volume delle operazioni ogni anno, solo il 20% di quelle portate a termine risulta avere successo. Il restante 80% è costituito da una parte con risultati insoddisfacenti (60%) e una parte del tutto fallimentare a causa di problemi che coinvolgono l'intero processo delle operazioni (20%).⁴⁹ Le motivazioni che conducono al fallimento di un'operazione di M&A possono essere molteplici. Il problema principale per individuarle risiede nell'incompletezza delle informazioni disponibili su un gran parte delle transazioni e nel fatto che i c.d. fattori critici di successo per le operazioni di M&A sono così numerosi da non essere mai stati effettivamente formalizzati. Paradossalmente anche quelli che vengono indicati con più frequenza come la necessità di integrazione tra le due imprese coinvolte nell'operazione, la comunicazione tra le varie aree organizzative e i manager responsabili delle trattative, l'ottimismo dei manager⁵⁰ vengono spesso "ignorati" all'atto pratico di chiusura del *deal*. Diversi autori hanno quindi tentato di ricondurre l'insuccesso di molte operazioni di M&A ad altre cause come: aspettative irrealistiche, eccessiva sicurezza, influenze esterne, sfiducia e, infine, dinamiche di gruppo.⁵¹ Non si è esclusa la possibilità che i fallimenti relativi alle operazioni di M&A possano essere evitati tramite dei piccoli accorgimenti da tenere durante il processo di acquisizione, ma ad una prima analisi sembra inevitabile che la spinta alla crescita

⁴⁹ Schmidt A. J., "Making Mergers Work: The strategic importance of people", Society for Human Resource Management, 2002.

⁵⁰ Bandura, A., "Self-efficacy: Toward a Unifying Theory of Behavioral Change.", Psychological Review 84, 1977

⁵¹ Cfr. Ulrich Steger and Christopher Kummer, " Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur - The Vicious Circle from Pressure to Failure", 2007

conduca inevitabilmente al fallimento delle operazioni. I manager, infatti, sotto il pressante obiettivo di crescita dimensionale e l'influenza esterna di consulenti sviluppano delle aspettative irrealistiche nei riguardi dell'operazione, sottovalutandone velocità, difficoltà e costi. Ciò conduce a degli errori specie nella fase critica di integrazione e al fallimento di tutta l'operazione dovuto sia a fattori esterni (cambiamento negli indicatori economici di partenza, reazione dei concorrenti etc.) sia a fattori interni come scarse conoscenze, mancata pianificazione o insufficienti sforzi. Viene così a determinarsi un "vicious circle", un circolo vizioso che mette in dubbio l'effettiva utilità delle operazioni di M&A. Spostando di poco il punto di vista, di contro, e basandosi su dati reali che mostrano come le acquisizioni abbiano ripreso slancio in questi ultimi anni (tendenza iniziata nel 2011) non è di fatto possibile sostenere che un'operazione di fusione distrugga valore invece che crearlo. Le operazioni di M&A, condotte con gli opportuni riguardi creano valore. L'errore sta nella convinzione ormai radicata che il successo debba dipendere solo dalla condotta dei manager nella chiusura del *deal* e che i fattori esterni come il settore non siano rilevanti.⁵² Una ricerca condotta da Accenture mostra come basandosi su otto semplici principi generali e concentrando l'attenzione sulla fase di integrazione, i manager e dunque le

⁵² Da una ricerca condotta da Accenture risulta infatti che se in alcuni settori ad alte potenzialità di crescita (si veda quello bancario) i rendimenti per gli azionisti sono stati almeno del 25%, in settori maturi (es. retail) si è registrata una perdita pari al -23%.

imprese abbiano concrete possibilità di portare a termine un'operazione di successo⁵³.

Il presente capitolo ha cercato di evidenziare i tratti generali e le caratteristiche principali del fenomeno delle Mergers and Acquisitions: dalle tipologie di operazioni a disposizione delle imprese alle modalità di pagamento, alle motivazioni che guidano i manager durante le transazioni alla convenienza stessa delle operazioni. Il quadro fornito, per quanto potenzialmente esaustivo, non può essere applicato senza adattamenti a tutte le operazioni di acquisizione e a tutti i settori indifferentemente. Nei prossimi capitoli si andranno quindi a delineare le specificità del settore di riferimento cioè quello del lusso e i tratti caratteristici delle operazioni di M&A all'interno di esso.

⁵³ I principi rilevati riguardano la creazione del valore (va inteso come valore per il cliente, non per l'impresa), la definizione di chiari obiettivi e altre dimensioni chiave

Capitolo 2: Le operazioni di M&A nel settore del lusso

2.1 Introduzione

“Da 2000 anni si declama contro il lusso e lo si è sempre amato”. Così già nel ‘700 Voltaire cercava di spiegare un fenomeno tanto astratto, complicato e affascinante come quello di lusso. La difficoltà nel definire il concetto in parola nonché la voglia di esplorarne e comprenderne le caratteristiche hanno portato all’alternarsi di opinioni positive e negative riguardo al lusso stesso considerato talvolta come espressione di un elevato status sociale e talvolta come pura ostentazione di ricchezza. Le generiche definizioni di lusso come quella che lo identifica come “ogni cosa che costa molto in proporzione all’utilità e ai bisogni che soddisfa”⁵⁴ non riescono a spiegare la portata del fenomeno. Data l’importanza che esso ha assunto nella vita quotidiana di ognuno di noi, infatti, è pressoché impossibile oggi tentare di dare una definizione univoca di lusso. Il concetto e la percezione del lusso evolvono in concomitanza al contesto sociale che di volta in volta si presenta e sono legati tradizionalmente a sei fattori: qualità, prezzo, unicità, esteticità, carattere tradizionale e carattere superfluo.⁵⁵ Più un bene è considerato di qualità, presenta un prezzo elevato e risulta caratterizzato da un alto grado di unicità ed esteticità più viene considerato lussuoso. Al di là delle caratteristiche oggettive a cui si accompagna tradizionalmente il concetto di lusso, il lusso oggi è una categoria soggettiva,

⁵⁴ Zanichelli-vocabolario della lingua italiana, edizione 2012

⁵⁵ Dubois B., Laurent G., Czellar S., “Consumer rapport to luxury : Analyzing complex and ambivalent attitudes”, 2001

un'esperienza sensoriale che coinvolge i cinque sensi e l'emotività del sentirsi appartenere ad una categoria molto speciale. Il valore intrinseco ad un bene di lusso non può essere solo quello reale del bene ma quello percepito dal consumatore che lo possiede e che attribuisce a quel bene un valore soggettivo che non può essere uguale per nessun'altro consumatore. Date le definizioni generiche e per nulla univoche del lusso in sé, sembra evidente che il settore dei beni e servizi che ne fanno parte abbia specifiche caratteristiche che ne condizionano sia la struttura sia le strategie adottate dalle imprese in esso presenti specie quand'esse comprendono operazioni straordinarie come quelle di M&A. Il presente capitolo si propone di analizzare tali specificità e di individuare le motivazioni intrinseche ad un'acquisizione in un settore dove adattarsi alla realtà fattuale e al contesto sociale sembra essere un fattore determinante per rimanere competitivi.

2.2 Lusso: definizione e tendenze evolutive

Come evidenziato nell'introduzione il concetto di lusso è fortemente relativo. Tutto ciò che viene definito "di lusso" è stato tradizionalmente visto come non necessario anche dagli addetti ai lavori. Nelle parole di Coco Chanel: "Il lusso comincia dove finisce la necessità". Di certo questa caratteristica è ciò che ha portato nel tempo a considerare il settore del lusso come riservato ad un ristretto gruppo di soggetti e il possesso dei "luxury goods" come fattore di differenziazione tra le varie classi sociali. A partire dalla Rivoluzione Industriale nel XVIII secolo (in conseguenza dei minori costi di produzione e dell'aumento della qualità della vita)

una maggiore percentuale di popolazione si è trovata in possesso dei mezzi finanziari necessari per avere accesso ai beni di lusso. Il fenomeno in questione si è ulteriormente accentuato nel corso del XX secolo e ciò si deve in parte al progresso economico e in parte ad una generale “democratizzazione” per tale intendendosi la possibilità per strati sempre più ampi della società di potersi permettere “il meglio”.⁵⁶ In conseguenza di questo processo quella che sembrava essere solo una volontà di ostentare la propria ricchezza e un desiderio di possedere qualcosa di assolutamente non necessario si è gradualmente trasformata in un’esigenza, in un bisogno connesso alla natura umana⁵⁷ rientrante nella categoria più generale dei bisogni di autorealizzazione e riconoscimento.⁵⁸ Nell’ambito dell’analisi del comportamento del consumatore, i testi di economia definiscono “beni di lusso” quei beni o servizi la cui domanda aumenta più che proporzionalmente in conseguenza di un aumento del reddito.⁵⁹ All’aumentare del reddito, i consumatori tendono quindi a consumare più beni di lusso rispetto agli altri beni.⁶⁰ Ferma restando, tale caratteristica generale dei c.d. “luxury goods” è possibile operare una distinzione all’interno del macrosettore del lusso rilevando tre distinti micro-settori a cui ricondurre i diversi beni. Il primo di tali micro-settori è quello del “lusso inaccessibile”. In esso vi rientrano i beni che presentano un alto grado di unicità, sono realizzati su misura e che si rivolgono ai

⁵⁶ Kapferer J.N, Bastien V., “The luxury strategy: break the rules of marketing to build luxury brands”, Kogan page Ltd, 2009

⁵⁷ Il riferimento è alla nota piramide dei bisogni di Maslow.

⁵⁸ Marinozzi G., Tartaglia A., “Il lusso: magia e marketing. Presente e futuro del superfluo indispensabile”, Franco Angeli, 2006

⁵⁹ Per questi beni si registra un’alta elasticità della domanda al reddito

⁶⁰ Varian R Hal, “Microeconomia”, settima edizione, Cafoscarina, 2010

consumatori “tradizionalisti” che attribuiscono ai beni di lusso un alto valore e un alto grado di esclusività che si configura come espressione di una determinata classe sociale. Ai suddetti beni corrispondono elevati livelli sia delle componenti tangibili come il prezzo sia delle componenti intangibili come la customizzazione del prodotto. La seconda categoria di lusso individuata è quella del “lusso intermedio” nella quale vanno ricompresi quei beni distribuiti a prezzi elevati ma minori dei precedenti in quanto non direttamente customizzati ma pur sempre adattabili alle esigenze dei consumatori desiderosi in tal caso di elevare ed affermare il loro status sociale. Infine il terzo micro-settore è quella del “lusso accessibile” in cui rientrano quei beni che vengono considerati “di lusso” più per il brand a cui sono associati che per le caratteristiche qualitative del prodotto. Essi vengono prodotti e distribuiti su larga scala ad un target di consumatori che dispongono di un reddito minore degli acquirenti delle prime due categorie e che tentano, tramite l’acquisto, di omologarsi alle prime due classi di clienti.⁶¹ Da questa classificazione che contempla la possibilità di un lusso aperto a classi sociali in possesso di un reddito medio nasce l’idea che si possa parlare oggi di un lusso “di massa” o “delle masse”. Con tali termini si suole appunto indicare il fenomeno per cui oggi strati sempre maggiori di popolazione possono avere accesso ai beni di lusso. I cambiamenti socio-culturali ed economici avvenuti a partire dal XIX secolo, la crescita economica e la conseguente crisi, l’incremento del reddito reale dei consumatori, la globalizzazione e l’avvento di Internet hanno favorito da un lato la

⁶¹ Alleres D., “Luxe: Strategies-Marketing”, French edition, Paperback, 1/06/1990

distribuzione di tali beni dall'altro la consapevolezza della necessità dei consumatori di possederli. Il “new luxury” non comporta che i prodotti di lusso siano svalutati, venduti a prezzi più bassi e quindi accessibili a tutti ma che il lusso sia visto come una fonte di piacere e un'eccezione da un sempre maggior numero di persone. In altre parole se continuano ad esserci persone che vivono in alberghi di lusso, oggi non è strano che una coppia decida di vivere quella stessa esperienza anche solo per un weekend. Le persone oggi credono di avere diritto a questo sinonimo di ricchezza, un diritto limitato certo ma pur sempre un diritto che a tratti assume i connotati di una ricompensa per gli sforzi fatti.⁶² Tale tendenza ha portato all'affermarsi del fenomeno di “trading up” dei consumi per il quale fasce sempre più ampie di popolazione sono portate all'acquisto e all'utilizzo di beni e servizi di lusso seppur in determinate occasioni. A questo si accompagna il fenomeno opposto di “trading down” per cui nelle occasioni quotidiane i consumatori che non dispongono di un elevato reddito si accontentano di prodotti di qualità medio-bassa per potersi permettere “il lusso” nei beni o servizi a cui attribuiscono una grande importanza.⁶³ I mercati offrono un'ampia gamma di “nuovi” beni e servizi di lusso dalle automobili ai vini, passando per le scarpe. Questi a differenza dei tradizionali sono sì venduti a prezzi elevati ma sono anche in grado di generare alti volumi di vendita. Tale è il caso di *Panera Bread*, una catena attiva nel settore della

⁶² Jean Noel Kapferer, “Is Luxury history?”, Aprile 2013
<http://luxurysociety.com/articles/2013/04/the-new-luxury-is-luxury-for-all-suggests-jean-noel-kapferer>

⁶³ Fiske N., Silverstein M, “Trading up: la rivoluzione del lusso accessibile”, Etas Milano, 2004

ristorazione nel mercato americano che offre sandwich freschi prodotti con ingredienti stagionali. Nonostante la differenza di prezzo con panini più a buon mercato come quelli di *Burger King* (pari a circa 3\$) la compagnia ha registrato vendite in aumento di circa il 41% nel solo 2001 rubando una grossa fetta di mercato alla concorrente i cui prodotti hanno registrato consumi stabili o in calo nello stesso periodo. Questo non è un caso isolato, bensì ha riguardato la quasi totalità dei “new luxury goods” che possono essere ricompresi in tre categorie. Nella prima detta *accessible superpremium* vi rientrano quei prodotti che presentano un prezzo molto elevato rispetto ai prodotti della stessa categoria ma che sono accessibili dai consumatori di classe media poiché sono prodotti che non hanno di per sé un “alto valore”. Tale è ad esempio la Vodka Belvedere che presenta un elevato prezzo rispetto alla concorrente Absolut Vodka ma che attestandosi intorno ai 28\$ non viene preclusa ai consumatori che non dispongono di un alto reddito. La seconda categoria è quella degli *old-luxury brand extensions*. Tali si considerano le versioni a prezzo ridotto di quei beni tradizionalmente accessibili solo ai ricchi (dalle automobili Mercedes-Benz ai gioielli in argento di Tiffany&Co). L’ultima tipologia di beni individuabile è quella appartenente alla categoria *mass prestige o massige*. Tali sono i beni che si collocano in una posizione intermedia tra i beni di lusso e quelli di massa. Le aziende offrono questi beni ad un prezzo inferiore rispetto al massimo di categoria ma essi mantengono un livello di performance e di prezzo superiore rispetto alla media della categoria.⁶⁴ Di seguito si andranno ad analizzare le caratteristiche

⁶⁴ Fiske, Silverstein M, “Luxury for the masses”, Harvard Business Review, 2003

specifiche del settore con la menzione dei principali concorrenti e dei livelli di fatturato registrati nell'ultimo decennio.

2.3 Le caratteristiche specifiche del settore

Secondo le ricerche annuali pubblicate dall'Osservatorio Altgamma, il mercato del lusso è uno dei pochi se non l'unico settore che non ha registrato eccessivi cali nelle vendite a partire dal 2008 e in conseguenza della crisi economico-finanziaria globale ancora in atto. Il calo del 10% verificatosi nel 2009 rispetto al 2007 è stato subito compensato da un nuovo aumento dei consumi del 12% nell'anno successivo.⁶⁵ Se i risultati sono positivi, le previsioni riguardo alla crescita del settore sembrano ancora più positivi. L'analisi realizzata nel 2013 dallo stesso Osservatorio Altgamma in collaborazione con Bain&Company prevede per il mercato dei beni personali di lusso una crescita pari al 2% (pari a al 6% se non si considera la fluttuazione delle valute) e un livello di fatturato totale di 217 miliardi di euro ai tassi di cambio correnti. Il leader di crescita nell'acquisto di beni di lusso torna ad essere l'America con una crescita del 4% rispetto al 2012 che supera la Cina, pur sempre in crescita. Anche in Europa si registra un aumento delle vendite del 2% così come nei mercati emergenti tra cui spicca il Medio Oriente, nuovo vero obiettivo delle aziende produttrici di beni di lusso. La profittabilità dell'industria è in crescita. Ciò è provato dall'aumento del ROI (dal 13,4% nel 2012

⁶⁵ www.altgamma.it

al 15% nel 2013), dell'EBIT (dall'11% nel 2011 al 12,4% nel 2013) e da quello della generazione di cassa (dall'8,2% nel 2012 al 10,6% del fatturato nel 2013).

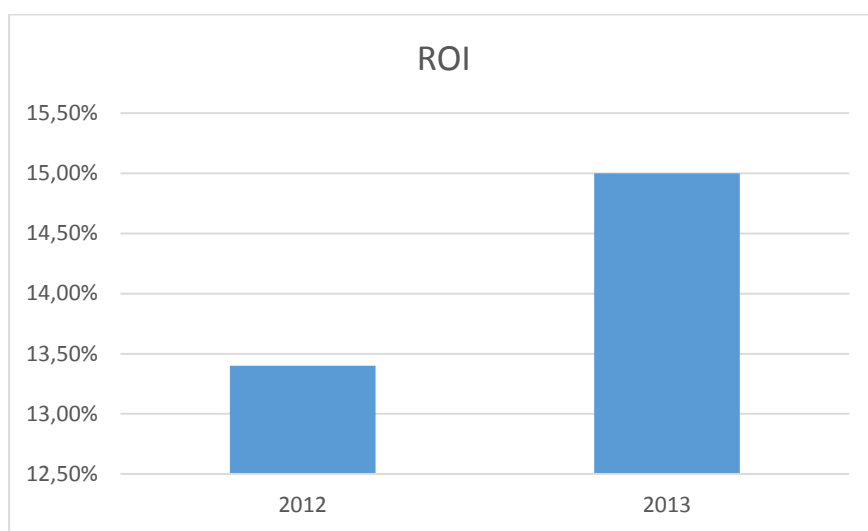


Figura 2.1.a: Crescita del ROI tra l'anno 2012 e 2013

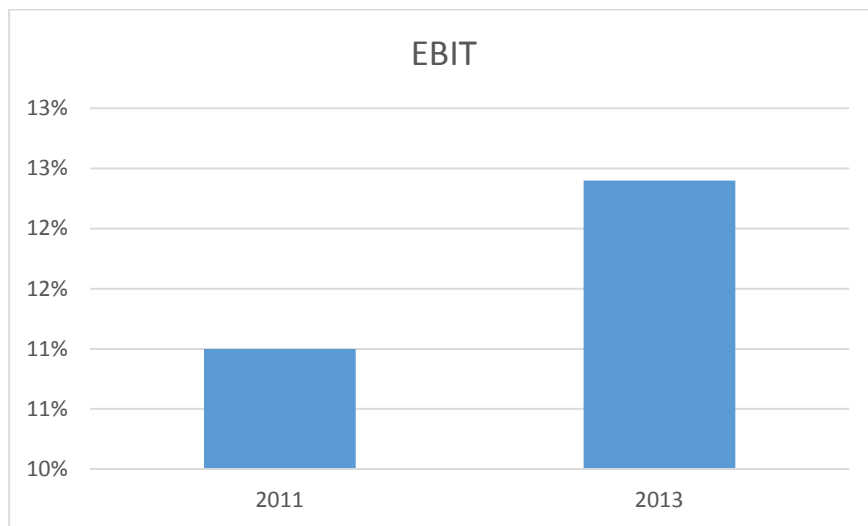


Figura 2.1.b: Crescita dell'EBIT tra l'anno 2011 e 2013

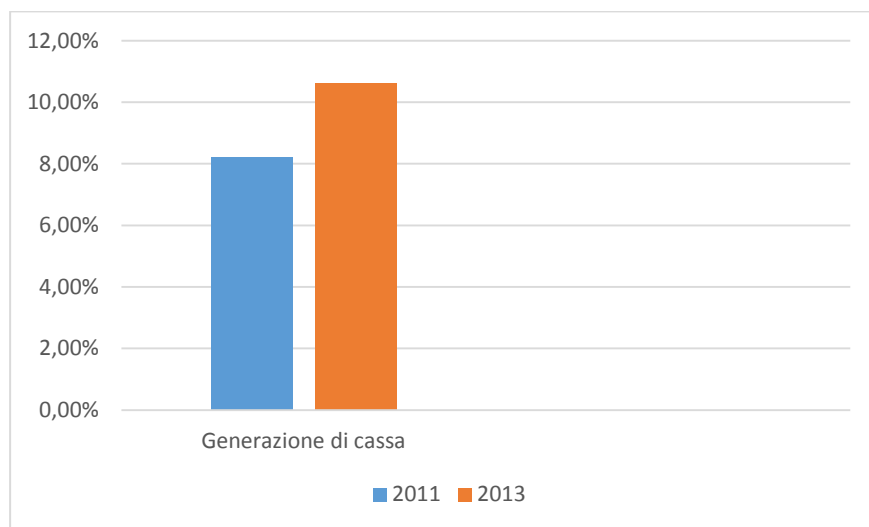


Figura 2.1.c: Crescita del fatturato tra l'anno 2011 e 2013⁶⁶

Le imprese più grandi registrano performance migliori in termini di ritorno degli investimenti e di margine EBIT ma il loro fatturato medio cresce in misura minore rispetto a quello delle imprese di medie dimensioni.⁶⁷ In quasi tutte le statistiche il mercato del lusso viene ulteriormente suddiviso in tre micro-settori a seconda dei prodotti considerati. Si parla di *Personal Luxury*⁶⁸ nel quale vanno ricompresi quei beni che riguardano “il possesso”, sono di solito visibili agli altri e vengono consumati personalmente. Tali ad esempio il settore dell'abbigliamento, degli accessori e della cosmetica (che secondo un'ulteriore classificazione andrebbero sotto il nome di *soft luxury*) o ancora dei gioielli, degli orologi (*hard luxury*). Questo ramo del mercato ricopre circa il 17% del fatturato totale. Diverso il caso dell'*Experiential luxury*, termine

⁶⁶ Rielaborazioni personali dei dati della ricerca dell'Osservatorio Altagama

⁶⁷ Rapporto Altagama sul mercato del lusso, 2013, www.newsmercati.com

⁶⁸ Konigs A., Schiereck D., “Wealth creation by M&A activities in the luxury goods industry”, European Business School, Department of Finance, N°7

utilizzato per indicare soprattutto i servizi di lusso che forniscano un piacere immediato, non siano immediatamente visibili agli altri e vengano consumati preferibilmente in compagnia. Tale comparto riveste una grande importanza, ricoprendo il 58% del fatturato totale. Come categoria residuale si classifica infine il *Luxury Investment goods* che come facilmente intuibile riguarda specifici beni di lusso classificati come tradizionali (macchine, yachts etc.) pur continuando a giocare un ruolo importante nella composizione del fatturato (25% del totale nel 2013).⁶⁹ Da non sottovalutare infine appaiono le vendite online. Esse continuano a crescere, specie nel settore delle calzature, arrivando a toccare i 10 miliardi di euro (cioè il 5% delle vendite totali nel mercato dei beni di lusso) con un tasso di crescita annuale di circa il 28%.⁷⁰



Figura 2.2: Livelli di fatturato nei sotto-settori del settore del lusso.⁷¹

⁶⁹ Rapporto Boston Consulting Group, 1 maggio 2013, www.luxurydaily.com

⁷⁰ www.altagamma.it

⁷¹ Rielaborazione personale dei dati riportati.

Tra i settori del mercato del lusso appena ricordati, è di sicuro il *Personal Luxury* quello maggiormente analizzato negli studi di settore. Questo perché le principali aziende ricordate come leader di settore (LVMH in Francia e in Europa o Ferragamo in Italia) operano all'interno di esso. Il fatturato del *Personal Luxury* non ha risentito della crisi globale e nel 2013 è arrivato ad un ammontare di circa 230 bilioni di euro con una crescita rispetto all'anno precedente del 10%.⁷² Le aziende o multinazionali che operano all'interno del settore come Prada e Dior sono compagnie che sviluppano, producono e commercializzano gioielli, orologi e accessori. Tuttavia alcune di esse come il gruppo LVMH risultano attive anche in altri settori come quello delle bevande o sono (come il gruppo Swatch) integrate verticalmente. La maggior parte di tali aziende sono ancora a controllo familiare ma non mancano i casi di aziende come Tiffany definite come 100% *free float* (le cui azioni sono quindi interamente disponibili al pubblico per il commercio). Tutte le aziende del settore sono accomunate da alti livelli di profittabilità ma presentano caratteristiche eterogenee. Appare tuttavia possibile individuare tre sotto-categorie all'interno delle quali individuare tratti di similarità tra le compagnie in esse operanti. Si distinguono così i gruppi diversificati con il quale termine si indicano quelle aziende cresciute grazie alle operazioni di acquisizione che hanno consentito alle stesse la creazione di un portafoglio di brand altamente diversificato. All'interno di essi si distingue per importanza il gruppo LVMH che oggi vanta nel suo portafoglio una lista di più 50 brand e che opera in cinque diverse

⁷² Dati forniti dall'Osservatorio Altgamma, www.altgamma.it

categorie di prodotto quali fashion e pelletterie, cosmetici e profumi, vini e alcolici, orologi e gioielli e infine nella “selective distribution”⁷³. Nelle restanti due categorie le aziende vengono classificate in base al loro prodotto e non alla loro composizione. Si hanno così le *hard luxury companies* produttrici di orologi e gioielli che spesso vengono considerati insieme sebbene la struttura della loro distribuzione cambi notevolmente⁷⁴. Le aziende più importanti in tale categoria sono Richemont con il brand Cartier e il gruppo Swatch con il brand Omega. La presenza di quest’ultimo nella categoria *hard luxury* e in quella dei gruppi diversificati rende chiaro come non sia possibile operare distinzioni davvero nette nel settore. Infine sotto il nome di *soft luxury companies* risultano quelle compagnie attive nella produzione di capi di abbigliamento e pelletteria come Hermès o Tod’s⁷⁵. Come più volte sottolineato il mercato del lusso è in continua crescita. Le cause di essa possono essere individuate in vari fattori definiti *drivers dello sviluppo*. Il primo di essi è naturalmente il PIL o GDP (a seconda che l’analisi si rivolga al mercato italiano o internazionale); il suo tasso di crescita è un fattore determinante per lo sviluppo del mercato del lusso vista la forte correlazione fra il benessere economico, reddito dei cittadini e la domanda dei beni di lusso⁷⁶. Da questo non si può però concludere che il consumo dei beni di lusso sia legato solo a fattori monetari. Esso è infatti influenzato anche da fattori sociali, culturali e psicologici. Un esempio in tal senso è il caso del

⁷³ Termine tecnico utilizzato per indicare una strategia di retailing che prevede la distribuzione del prodotto riservata ad alcuni specifici mercati

⁷⁴ Per gli orologi si parla di distribuzione “whole-sale driven”; viceversa per i gioielli la distribuzione è classificata come “retail-driven”

⁷⁵ Emea equity research, luxury goods, luglio 2012, HSBC.

⁷⁶ Cfr. nota 54

Giappone. Gli acquisti dei beni di lusso in quel paese si sono triplicati durante una delle più profonde recessioni che lo stesso paese abbia conosciuto⁷⁷. L'irrelevanza dei fattori monetari in certe circostanze è rinvenibile anche nella scarsa importanza che i consumatori attribuiscono al prezzo dei beni di lusso. Se per l'acquisto di quasi ogni bene presente sul mercato un aumento del prezzo provoca un calo delle vendite⁷⁸, nel caso dei beni di lusso il prezzo si configura come driver di differenziazione e come indicatore della sua qualità. Il secondo fattore che impatta sullo sviluppo del mercato del lusso è l'andamento dei tassi di cambio che hanno un impatto diretto sui ricavi da vendite effettuate sui mercati internazionali e un impatto indiretto sul potere di acquisto dei consumatori. Da sottolineare è inoltre il numero e la dimensione del patrimonio degli High Net Worth Individuals cioè di coloro con un patrimonio al di sopra di un milione di dollari. Un fattore che ha assunto grande importanza specialmente a partire dal 2008 con lo scoppio della crisi globale è costituito dai mercati emergenti. Essi sono considerati come una delle maggiori opportunità di crescita per le aziende operanti nel settore. Infatti, sebbene i dati relativi alle vendite nei mercati maturi come quelli degli USA o europei siano ancora positivi, ultimamente gli stessi fanno registrare minori tassi di crescita. Inoltre una grossa percentuale di tali vendite è attribuibile agli acquisti dei turisti stranieri che approfitterebbero del minor prezzo dei beni di lusso in questi paesi e del minor rischio di contraffazione. I veri target delle aziende produttrici di beni di lusso sono invece oggi paesi come

⁷⁷ Emea equity research, luxury goods, luglio 2012, HSBC.

⁷⁸ La teoria microeconomica notoriamente rileva una relazione inversa tra prezzo di un bene e quantità domandata dello stesso.

Cina, Medio oriente, e Brasile dove i tassi di crescita hanno raggiunto il 19%.

<i>\$mld</i>	Area Geografica								Totale X Border
	Africa	SE Asia	Grande Cina (1)	Russia CIS/CSE	India	America Latina	Medio Oriente	Totale Emergenti	
Ruolo come acquirente (2)	6.230	26.148	96.160	9.565	7.031	35.891	17.457	198.482	754.308
% su tot. Xborder	0,8%	3,5%	12,7%	1,3%	0,9%	4,8%	2,3%	26,3%	100,0%
% su tot. Emergenti	3,1%	13,2%	48,4%	4,8%	3,5%	18,1%	8,8%	100,0%	n/a
Ruolo come target (3)	24.134	34.865	55.465	37.128	15.253	54.588	2.182	223.615	754.308
% su tot. Xborder	3,2%	4,6%	7,4%	4,9%	2,0%	7,2%	0,3%	29,6%	100,0%
% su tot. Emergenti	10,8%	15,6%	24,8%	16,6%	6,8%	24,4%	1,0%	100,0%	n/a
Saldo netto	-17.904	-8.717	40.695	-27.563	-8.222	-18.697	15.275	-25.133	

Figura 2.3: Ruolo dei paesi emergenti nelle operazioni di M&A.⁷⁹

Proseguendo con l'analisi dei fattori caratterizzanti il mercato del lusso, è necessario menzionare la concentrazione. Il mercato appare infatti molto concentrato ed lapalissiano in tal senso è l'esempio del mercato europeo dominato dai quattro gruppi conglomerati LVMH, PPR (oggi Kering), Richemont e Swatch. Altro fattore chiave è rappresentato dai canali distributivi fondamentali per i brand di lusso che devono mantenere il prestigio della loro immagine. Internet è un esempio di nuovo canale distributivo nonché un altro driver di sviluppo. Oggi le vendite online ricoprono una piccola quota del fatturato delle aziende ma la propensione dimostrata dai consumatori per questo nuovo canale d'acquisto rende sempre più importante per le aziende acquisire familiarità con esso. Due fattori

⁷⁹ Executive briefieng EY, Gennaio 2014- ricerca AIFI

da tenere sotto controllo e che rappresentano invece vere e proprie sfide per le aziende del settore sono la contraffazione e la responsabilità sociale. Con riguardo alla prima, il tema da sempre controverso è oggi ancora più delicato specie nei paesi in via di sviluppo. La contraffazione ha sì un impatto negativo sulle vendite ma ancora di più sull'immagine del brand e riduce la percezione di unicità dello stesso. La responsabilità sociale e il comportamento etico sono invece oggi molto sentiti dai consumatori e gli operatori del settore del lusso devono adeguarsi. L'elenco dei driver dello sviluppo si conclude con la menzione della brand extension. Applicare il brand a nuovi prodotti è un'opportunità per le compagnie di accedere a nuovi mercati e rinnovare la propria immagine ottenendo così nuovi ricavi.⁸⁰ E' innegabile che le grandi aziende dotate di un brand già molto forte possano produrre e commercializzare nuovi prodotti all'interno della loro filiera produttiva senza cercare l'aiuto di operatori esterni ma date le caratteristiche del mercato in cui si rilevano alti margini operativi, una forte generazione di cassa e un'alta esposizione ai mercati emergenti nonché un alto rischio idiosincratco e di mercato, un'alta ciclicità e una forte spinta all'innovazione, la strategia di crescita esterna realizzata mediante operazioni di acquisizione di compagnie già esistenti risulta ancora oggi la più utilizzata dalle imprese operanti nel mercato del lusso.⁸¹ Di seguito si andranno quindi ad analizzare i caratteri, le motivazioni, le opportunità e i

⁸⁰ "Industry trends, issues and Service opportunities - luxury and speciality retail PwC, 2007, www.pwc.com

⁸¹ Meinshausen S., Schiereck D., "Dressed to Merge- small fits fine: M&A success in the fashion and accessories industry", International review of financial analysis, 24 giugno 2011

rischi delle operazioni di M&A nel settore del lusso con particolare riferimento alla *fashion industry*.

2.4 Le performance e le motivazioni delle M&A nel settore del lusso.

A partire dalla metà degli anni Ottanta molte aziende operanti nel settore del lusso, comprese le caratteristiche del mercato e la sue spinte evolutive, hanno cercato di riposizionarsi. La consapevolezza della crescente competitività ha segnato l'inizio di un'attività di consolidamento che è andata via via ad intensificarsi fino al 2000 dove il numero delle transazioni ha raggiunto il massimo storico. L'attività in parola è stata per lo più condotta dai quattro leader del mercato europeo ovvero i conglomerati LVMH, Kering (ex PPR), Richemont e il gruppo Swatch che hanno creato portafogli di brand e prodotti altamente diversificati e rafforzato la loro posizione sul mercato per cui oggi la struttura del mercato del lusso si configura come oligopolistica. Come in precedenza anticipato alcune caratteristiche specifiche del mercato del lusso rappresentano motivi coerenti con la decisione di acquisizione. In proposito vanno ricordati i grossi margini, le sinergie potenziali, la creazione di canali comuni di distribuzione e produzione o ancora la possibilità di realizzare economie di scala e di scopo nonché i tentativi di accrescere o mantenere la propria quota di mercato.⁸² Già nel 2000 il numero di operazioni di M&A aveva raggiunto

⁸² Konings A., Schiereck D., "Wealth creation by M&A Activities in the luxury goods industry", European Business School, Working Paper n°7, Gennaio 2006.

numeri considerevoli (circa 196) ma negli ultimi 14 anni esse sono più che raddoppiate arrivando ad un totale di 583.

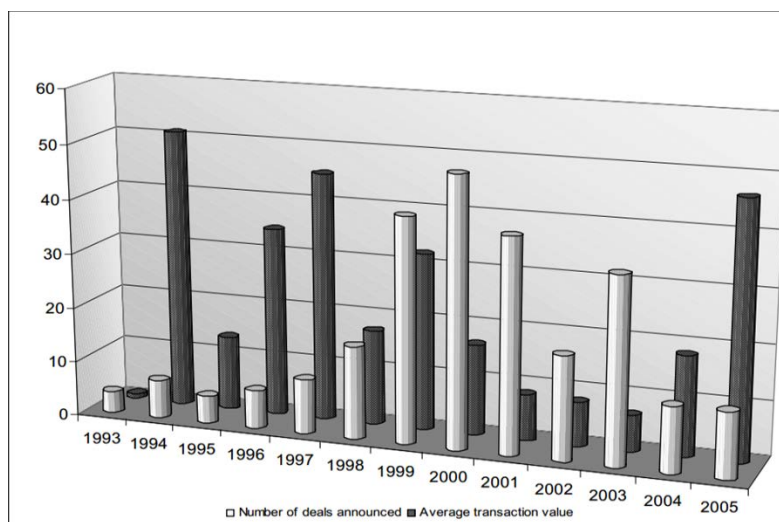


Figura 2.4: Numero di operazioni di M&A dal 1993 ad oggi e valore medio per transazione.⁸³

La maggior parte delle operazioni ha avuto come acquirenti operatori finanziari italiani ma i deal di maggior valore sono stati firmati da investitori stranieri. L'operazione di maggior valore è stata condotta dal gruppo Kering che si è aggiudicato nel 2004 quasi l'84% del capitale sociale di Gucci con un valore di 6.059 milioni di euro. Seguono le operazioni di acquisizione di Bulgari nel 2011 e di Loro Piana nel 2013 entrambe realizzate dal gruppo francese LVMH (100% per un valore di 4.300 milioni di euro nel primo caso e l'80% per un valore di 2 miliardi di euro nel secondo).

⁸³ Konings A., Schiereck D., "Wealth creation by M&A Activities in the luxury goods industry", European Business School, Working Paper n°7, Gennaio 2006.

Company	Industry	Home Country	M&A Deal Involvements		Average Transaction Value (GBP)
			Acquiror	Target	
LVMH	Luxury Conglomerate	France	51	-	275,902,141
PPR	Luxury Conglomerate	France	36	1	565,817,749
Richemont	Luxury Conglomerate	Switzerland	6	-	1,607,500,000
Swatch	Luxury Conglomerate	Switzerland	6	1	n.a.
Christian Dior	Fashion	France	1	1	39,300,000
Escada	Fashion	Germany	2	-	10,800,000
Etienne Aigner	Fashion	Germany	-	2	6,561,847
Gucci	Fashion	Italy ²⁰	19	19	961,064,771
Hardy Amies	Fashion	United Kingdom	1	2	743,400
Hermès International	Fashion	France	3	-	10,563,333

Figura 2.5: Dettagli sulle imprese operanti nel mercato del lusso coinvolte in almeno un'operazione di M&A.⁸⁴

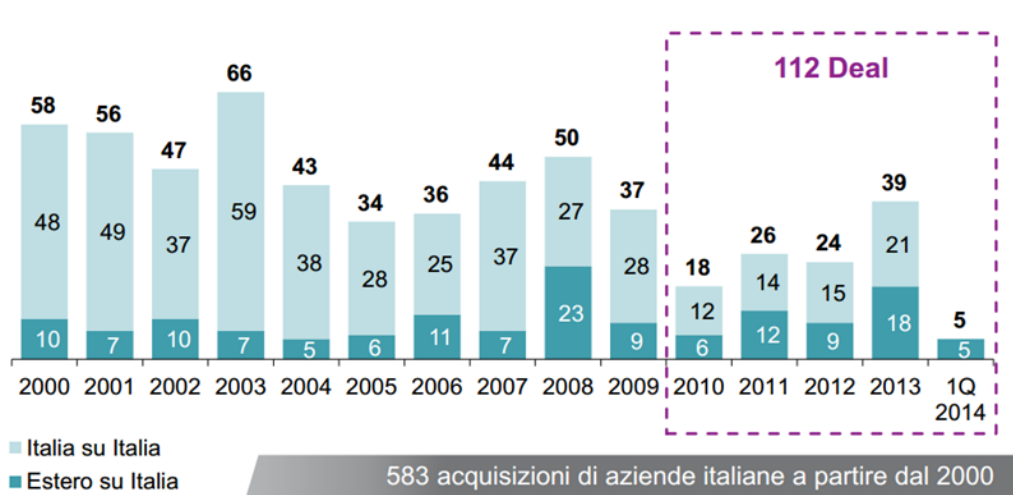


Figura 2.6: Operazioni di M&A in Italia dal 2000 ad oggi con indicazione delle acquisizioni realizzate da investitori italiani e stranieri.⁸⁵

⁸⁴ Cfr. nota 75

⁸⁵ Cfr. nota 78

Anche i gruppi asiatici hanno mostrato la loro presenza e di particolare rilievo è stata in proposito l'acquisizione del 35% di Krizia da parte di Shenzhen Marisfrolg Fashion. Non è un caso che l'attenzione degli esperti sia puntata sul settore della moda e del fashion. Esso, infatti, risulta essere quello più attivo in tali operazioni. Le statistiche dell'analisi condotta da KPMG Advisory nell'anno corrente mostrano come il segmento del *fashion* abbia registrato già a partire dal 2011 un multiplo sul margine operativo lordo (EBITDA) di 14,7 volte distaccandosi così dai valori registrati nel settore del retail e del food&beverage (i cui multipli sul margine operativo lordo risultano pari rispettivamente a 7,6 volte e a 7 volte).⁸⁶

⁸⁶ Castello M., partner di KPMG advisory, "Le acquisizioni da investitori esteri nel fashion e luxury: quale valore per i marchi italiani?", ricerca per il VI Luxury Summit dell'11 giugno 2014.

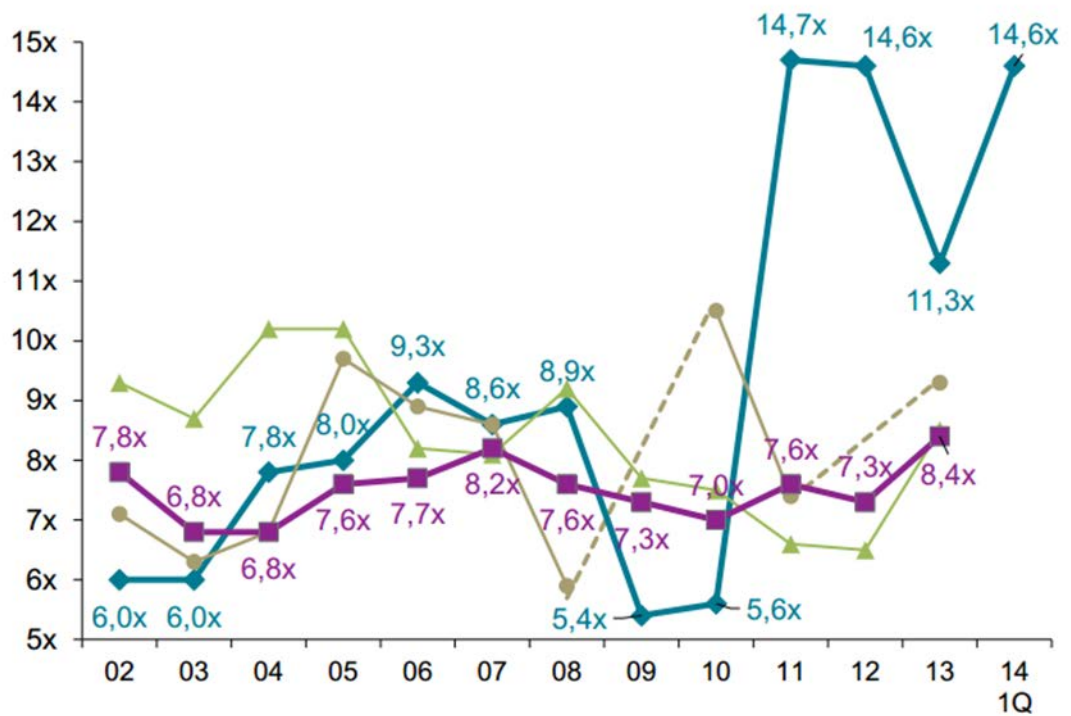


Figura 2.7: Confronto tra i multipli EV/ EBITDA nel settore del fashion, del retail e del food&beverage.

Gli studi condotti sulle operazioni di M&A finora realizzate mostrano una forte correlazione positiva tra le performance dei quattro grandi conglomerati europei in precedenza citati e le operazioni da questi realizzate. I risultati di tali imprese sono nettamente migliorati dopo le acquisizioni messe in atto. Ciò si deve probabilmente alla prima conseguenza di un 'operazione di M&A: il consolidamento e l'allargamento del portafoglio di prodotti e brands. I pochi risultati negativi evidenziati non risultano

invece statisticamente significativi.⁸⁷ Un ulteriore motivo per cui le aziende potrebbero decidere di avviare un'operazione di M&A è quella di ottenere finanziamenti dagli investitori, che pur potendo crearsi un portafoglio diversificato tramite le loro attività, vedono in modo favorevole l'investimento in una compagnia di per sé diversificata e dotata di una grande quotata di mercato.⁸⁸ Il settore del lusso e in particolare il Sistema Moda presentano tratti caratteristici che li differenziano dagli altri settori. Per tale ragione anche un'operazione di M&A va valutata alla luce di queste specifiche caratteristiche. Le operazioni di acquisizione si caratterizzano per l'alta complessità manageriale del processo decisionale che porta all'acquisizione stessa e le differenze principali tra un'operazione condotta nel settore del lusso e una in qualsiasi altro settore (escluso quello bancario/ finanziario) si rinvengono proprio in tale processo. Errori all'interno di esso, dalla raccolta di informazioni alla valutazione delle alternative possibili, possono pregiudicare l'intera operazione.⁸⁹ Le fasi del processo decisionale che portano ad un'acquisizione consistono sempre nella formulazione in cui si individua un'opportunità sul mercato o un problema dell'azienda acquirente da risolvere tramite un'operazione di M&A, nella concettualizzazione in cui si individuano le alternative target possibili, nel dettaglio nel quale si specificano le caratteristiche operative delle alternative individuate e infine nella valutazione che si conclude con la scelta dell'azienda

⁸⁷ Konings A., Schiereck D., "Wealth creation by M&A Activities in the luxury goods industry", European Business School, Working Paper n°7, Gennaio 2006.

⁸⁸ Campa J.M, Hernando I., "Shareholder Value Creation in European M&As", European Financial Management, 10, 2004.

⁸⁹ Haspeslag Philippe C., Jeminson David B., "La gestione delle acquisizioni. Successi e insuccessi nel rinnovamento delle imprese", Etas, 1992

target e che apre la strada alla contrattazione (fase di implementazione). Non sempre vengono attraversate in modo completo tutte le fasi. Si distinguono in proposito cinque diversi processi decisionali: *nova*, *off-the-shelf*, *appraisal*, *historical*, *search*. Essi sono ordinati in base al grado di complessità e di completezza.⁹⁰ Volendo analizzare in modo specifico il processo decisionale di un'operazione di M&A nel settore del lusso, la fase di formulazione appare la più delicata. Nel settore infatti le operazioni più diffuse sono quello di tipo "concentrico" cioè con finalità di diversificazione con qualche eccezione di tipo verticale e orizzontale con finalità di integrazione. Nella fase di formulazione, quindi, l'intento principale dell'azienda acquirente è quella di dare credibilità alla strategia sottostante la decisione. Per tale ragione le tattiche più di frequente utilizzate in questa fase sono quelle di tipo "idea-driven" e "reframing" volte a definire ex ante tutte le linee guida dell'operazione per ridurre il rischio e l'incertezza ad essa connesse e per giustificare la necessità dell'operazione. Se l'azienda acquirente è, invece, intenzionata a massimizzare il potenziale innovativo dell'operazione le tattiche utilizzate saranno di tipo "issue-based" o "objected directed process" che portano a definire il problema da risolvere senza fornire margini ristretti entro i quali operare. Data la forte competitività all'interno del settore che richiede decisioni e implementazioni veloci, le aziende acquirenti nella fase di concettualizzazione prediligono la tattica *ready made* rispetto a quelle *search* e *design*. Questa, infatti, consente di individuare aziende target immediatamente disponibili.

⁹⁰ Nutt, P., "Types of Organizational Decision Processes" in *Administrative Science quarterly*, September, Vol. 29, 1984

Per la fase di valutazione a cui seguirà l'ultima di implementazione, infine, si richiede solo che la scelta dell'azienda target rispetti i parametri di coerenza fissati nelle precedenti fasi e che fornisca un valore aggiunto all'immagine (elemento fondamentale di ogni azienda operante nel Sistema Moda) dell'impresa acquirente. Con riguardo alla tipologia di processo decisionale va individuata, nel caso di specie, la prevalenza di processi "nova" o "appraisal" a seconda che l'azienda acquirente sia dotata di ingenti risorse finanziarie o meno.⁹¹

2.5 Conclusioni

Nonostante i rischi da tenere sotto controllo e gli accorgimenti da adottare, le operazioni di M&A nel settore del lusso e della moda continuano a crescere. I dati riportati nei precedenti paragrafi evidenziano l'enorme portata del fenomeno di M&A nel mercato. Essi mostrano come le aziende, ancora oggi, prediligano la strategia di crescita esterna condotta tramite le operazioni di acquisizione per affermarsi all'interno del settore e per sopravvivere all'interno di un mercato che va a configurarsi sempre di più come oligopolistico. Il presente capitolo ha cercato di condurre un'analisi sintetica ma completa del mercato del lusso, specificandone i tratti caratteristici, gli operatori leader all'interno di esso e le condizioni necessarie per raggiungere il successo. Si è poi andata ad analizzare l'operazione di acquisizione, scomposta nelle sue varie fasi, sottolineandone le peculiarità per il settore

⁹¹ Cappetta R., Zanelli F., Ponti A., "La dimensione simbolica delle decisioni di acquisizione del sistema moda", 4° Workshop dei docenti e ricercatori di Organizzazione Aziendale, gennaio 2003

considerato. Nel prossimo e ultimo capitolo di quest'elaborato si tenterà di specificare ulteriormente i rischi e le opportunità connesse ad un'operazione di M&A prendendo in esame un caso specifico. Partendo dalla storia di uno dei quattro "giganti" del mercato del lusso europeo, il gruppo LVMH, si analizzeranno le operazioni di acquisizioni da esso condotte (in particolare quella nei confronti di Bulgari) fino ad arrivare all'ultima in ordine cronologico cioè all'acquisizione di Loro Piana conclusasi a fine 2013.

Capitolo 3: Il caso LVMH

3.1 Introduzione

Dopo la descrizione sintetica delle caratteristiche delle acquisizioni finanziarie e la panoramica più specifica sul settore del lusso, tale lavoro vuole presentare un'analisi di un caso riguardante il gruppo LVMH. La società scelta, infatti, non solo è una dei maggiori operatori nel settore del lusso comparabile solo al gruppo Kering (non a caso il principale concorrente), ex PPR, a capo di marchi del calibro di Gucci ma è anche un'azienda tra le più attive nelle operazioni di acquisizioni e fusioni, specialmente di carattere finanziario. L'utilizzo delle operazioni di M&A come strategia di crescita esterna ha portato Louis Vuitton (diventata LVMH dopo la fusione del 1967 con l'azienda di vini e bevande Moët Hennessy) a diventare in poco più di 30 anni un colosso nel mercato del lusso e in tutti i settori che esso comprende e a possedere un portafoglio diversificato che oggi conta più di 60 brand tra cui Fendi, Emilio Pucci e Thomas Pink. L'intensa attività del gruppo ha aperto la strada a incredibili opportunità di crescita e conseguente guadagno ma anche ad innumerevoli rischi. E' tuttavia innegabile che la strategia attuata dal gruppo LVMH si sia rivelata fino ad oggi una tra le più longeve e vincenti del nostro secolo. La capacità di controllare così tanti marchi lasciando ad ognuno di essi la propria personalità, il proprio posizionamento, la propria modalità di gestione imponendo solo valori comuni a tutti e godere solo dei guadagni che si riflettono nel bilancio di tutto il gruppo sembra

essere stata la chiave di questa strategia *win-to-win*.⁹² Il presente capitolo si propone di illustrare la storia di questo gruppo e di richiamare le più importanti operazioni di acquisizione da esso realizzate per poi concludere con un focus più dettagliato su uno degli ultimi *deal* in ordine cronologico, l'acquisizione di Bulgari, conclusosi nel 2011. L'analisi tenterà di comprendere le motivazioni dell'ennesima operazione di M&A attribuibile al gruppo e di mettere in luce le prospettive di crescita dell'azienda acquirente e della target in questione, i rischi e le opportunità che ne conseguono nonché i risultati visibili e percepiti all'interno di Bulgari a quasi tre anni dalla conclusione del *deal*. Il capitolo si concluderà poi con un breve accenno all'ultima acquisizione relativa all'80% delle azioni di Loro Piana, realizzata nel 2013.

3.2 Descrizione della azienda

La nascita ufficiale di Louis Vuitton si colloca nel 1854, anno in cui l'omonimo imprenditore aprì a Parigi un negozio di pelletterie e valigie. Già a partire dal 1885, il modesto successo raggiunto consentì a Louis Vuitton di guardare al mercato internazionale con l'apertura di punti vendita a Londra ma l'avvenimento più rilevante per l'azienda nel periodo considerato è sicuramente da rinvenirsi nella creazione del *pattern* "Damien Canvas" il cui marchio venne ufficialmente depositato come Louis Vuitton. Dopo la morte del fondatore, avvenuta nel 1892, ad assumere le redini dell'azienda fu il figlio dello stesso ovvero George Vuitton. Sotto la sua gestione,

⁹² Okonkwo U., "Luxury Fashion Branding: Trends, Tactics, Techniques, Palgrave Macmillan, Maggio 2007

nacque, nel 1896, il famoso monogramma oggi simbolo dell'azienda. Nel corso del '900 l'azienda si è dotata di un sempre più forte taglio internazionale aprendo fin da subito i suoi "stores" in tutto il mondo da Tokyo a Hong Kong a New York (rispettivamente nel 1978, 1979 e 1981). Nonostante ciò, sono due avvenimenti verificatisi tra il 1987 e il 1988 che segnano il punto di svolta nella storia di Louis Vuitton. Nel 1987, infatti, la maison viene quotata in borsa e completa la fusione con l'azienda di vini e alcolici Moët Hennessy, creata nel 1971, assumendo il nome LVMH. Soltanto l'anno seguente Bernault Arnault, sfruttando una faida tra i presidenti delle due aziende facenti parte del gruppo, riesce ad assumere la carica di azionista maggioritario dello stesso e avvia la serie di operazioni di M&A che hanno caratterizzato la storia recente di Louis Vuitton. Ad oggi l'azienda conta più di 19.000 impiegati, 460 punti vendita nel mondo, 7 e-stores, e 60 brands.⁹³ Il gruppo, fin da sulla nascita, si propone di essere sinonimo di eleganza e creatività nonché di rappresentare il punto d'incontro tra tradizione e innovazione puntando sempre sull'eccellenza del prodotto e sulla creazione di un ambiente di lavoro in cui gli impiegati sono considerati i principali clienti.⁹⁴ L'ondata di acquisizioni di cui il gruppo LVMH, sin dalle sue origini e sotto la spinta della grande personalità di Bernault Arnault, si è reso protagonista comincia nel 1988 con l'acquisizione del marchio Celine, un'azienda operante nel settore del fashion e degli accessori. Da quel momento in poi il gruppo ha potuto sperimentare i vantaggi associati a questo tipo di strategia di

⁹³ www.louisvuittoncareers.com

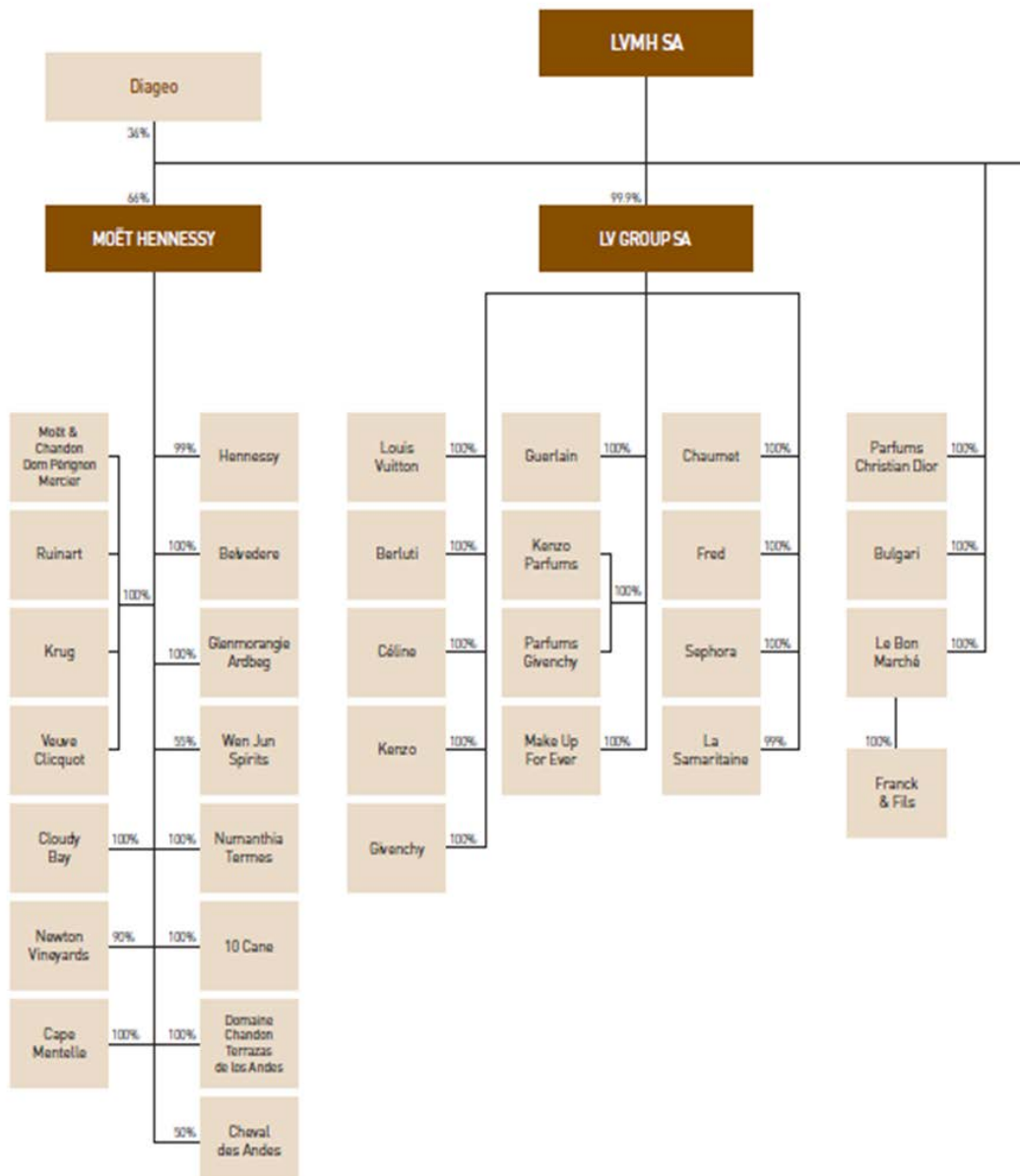
⁹⁴ www.lvmh.com

crescita e muovendosi in tal senso ha acquisito innumerevoli aziende come Berluti, Kenzo e un quotidiano francese nel 1993, Dior nel 1994, Loewe nel 1996, Sephora e Marc Jacobs nel 1997, Thomas Pink, Emilio Pucci, Fendi e DKNY tra il 1999 e il 2001. Come dichiarato dallo stesso Arnault in un'intervista per l'“Harvard Business Review” nel 2001 gli incredibili ritorni avuti da queste operazioni finanziarie hanno fatto delle stesse il punto focale della strategia del gruppo che come tale agisce in ogni circostanza pur lasciando che ogni azienda acquisita e quindi ogni brand ad esse associato esprima mantenga la propria personalità e la propria base di clienti.⁹⁵ Nonostante il successo, per alcune delle operazioni sopra elencate i rischi si sono mostrati, seppur solo inizialmente, maggiori dei benefici e gli investimenti spropositati rispetto ai ritorni spingendo, suo malgrado, lo stesso Arnault a decretare nell'anno 2001 uno stop alle acquisizioni condotte dal gruppo per necessità di cassa.⁹⁶ Per tale motivo il gruppo LVMH fu costretto a vendere le azioni nel frattempo acquistate in Phillips e a fronteggiare contemporaneamente la recessione dell'economia, partita nel 2003, in Giappone, paese in cui il gruppo registrava una considerevole percentuale delle vendite totali, stimabile intorno al 40%. La battuta d'arresto in esame non ha mai, d'altronde, instillato in Arnault e nella visione del gruppo il dubbio che la crescita di Louis Vuitton- Moet Hennessy non dovesse necessariamente essere realizzata tramite le operazioni di M&A. In tale convinzione è, quindi, da rinvenirsi la motivazione principale

⁹⁵ Wetlaufer, Suzy, "The Perfect Paradox of Star Brands: An Interview with Bernard Arnault of LVMH," Harvard Business Review, October 2001, p. 116.

⁹⁶ www.referenceforbusiness.com Bernault Arnault Biography

delle scelte del gruppo e la ripresa quasi immediata dell'ondata di acquisizioni di cui si è reso protagonista arrivando negli ultimi anni ad acquisire due tra i più importanti marchi del lusso italiano: Bulgari e Loro Piana (rispettivamente nel 2011 e 2013). Come già ha anticipato, oggi LVMH è a capo grazie a partecipazioni maggioritarie o assolute di più di 60 brands e si configura come una struttura complicata ma allo stesso tempo perfettamente funzionale.



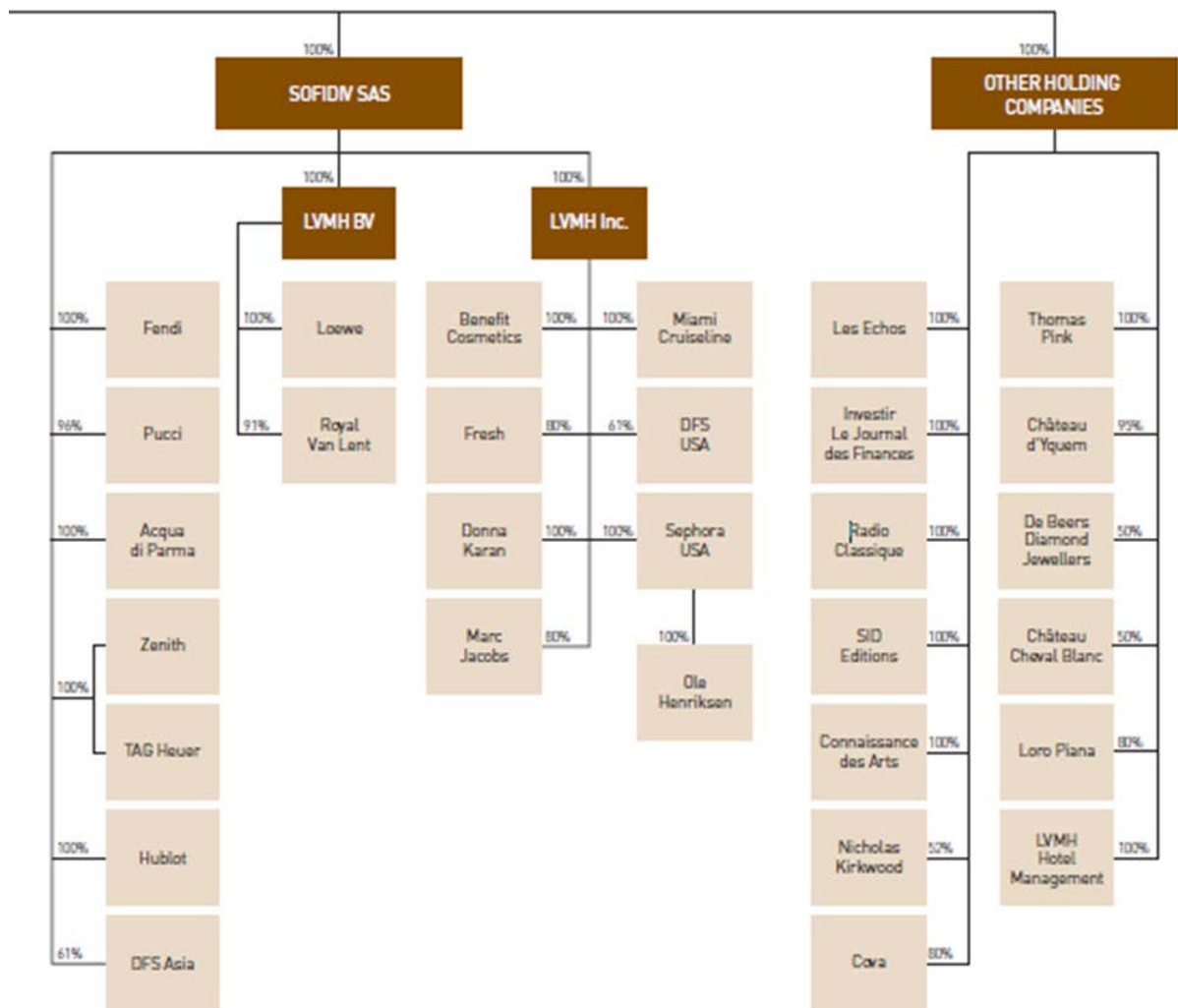


Figura 3.1. Configurazione attuale del gruppo LVMH ⁹⁷

Per rendersi il quanto più possibile trasparente e organizzare in modo sistematico il coordinamento di così tante aziende sotto un unico controllo, LVMH si è dotata di cinque divisioni ognuna delle quali funziona come una vera e propria SBU controllata da un proprio management. La prima di tali divisioni controlla l'attività del gruppo nel settore dei vini e degli alcolici. Fino al 2003 la quota

⁹⁷ Document de Reference, Fiscal year ended, Dicembre 2013, LVMH

di mercato detenuta da LVMH in tale settore ammontava al 40% nel mercato del cognac e al 25% in quello dello champagne (la quota sale al 50% se si considera solo il segmento dello champagne premium grazie ai marchi Moët Chandon e Veuve Clicquot). La seconda SBU si concentra sul settore del fashion e delle pelletterie. La presenza del gruppo LVMH in esso è particolarmente forte e stabile come dimostrato dalla percentuale delle vendite realizzate (circa il 30% delle vendite totali). Lo strumento delle acquisizioni in questo settore si è rivelato particolarmente utile e sinonimo di successo, in particolare nel segmento del fashion. LVMH ha infatti acquisito partecipazioni di controllo in Fendi, Prada e Donna Karan. Il gruppo è stato in grado di sfruttare le sinergie tra i brand in suo possesso. Esempio il caso di Kenzo, la cui linea di produzione di capi d'abbigliamento maschili è stata messa a disposizione di altri brand facenti parte del gruppo come Givenchy e Lacroix. Le sinergie in questione hanno consentito a Louis Vuitton di sfruttare uno dei vantaggi notoriamente associati alle operazioni di acquisizione ovvero il risparmio di costi operativi e l'aumento della profittabilità. Nonostante ciò, i ricavi generati dal settore in questione sono ancora per la maggior parte riconducibili all'originaria Louis Vuitton e alla fortunata collaborazione di essa con Marc Jacobs. La domanda per i prodotti Vuitton spesso eccede l'offerta e la presenza di liste d'attesa per ottenere l'oggetto richiesto rende l'immagine del marchio ancora più prestigioso. Un altro settore in cui è nota la presenza del gruppo LVMH e che corrisponde all'oggetto dell'attività della terza divisione è quello di profumi e cosmetici. Esso corrisponde al 18% delle vendite totali realizzate dal gruppo. Alla divisione appartengono marchi del

calibro di Dior, Givenchy, Kenzo (attivi anche nell'abbigliamento) e Guerlain. Inoltre a partire dal 2001 le mire del gruppo si sono rivolte a compagnie che potessero allargare la propria base di clienti. Da qui le acquisizioni di brand statunitensi come Bliss, Hard Candy e Urban Decay rivolti ad un pubblico giovane. Anche in questo caso lo sfruttamento delle sinergie specie in R&D si è rivelato essere la chiave del successo di tali operazioni. Integrando le varie funzioni, soprattutto quella acquisti, tra i vari marchi, il gruppo è stato in grado di tenere sotto controllo le spese e nel contempo di generare un tasso di crescita pari al doppio di quello medio del settore. Il risparmio dei costi sui materiali si attestava attorno al 20%. L'attività della quarta divisione nel settore di gioielli e orologi copriva fino al 2001 solo il 5% delle vendite totali del gruppo. Ciò era dovuto principalmente alla serrata concorrenza rappresentata da Richemont, Hermes e Bulgari che godevano di una fama maggiore nel settore e di prodotti considerati di maggiore qualità. La contromossa del gruppo per aumentare il successo nel settore considerato è arrivata con l'acquisizione di Bulgari nel 2011 per 4,3 miliardi che ha portato alla trasposizione dei guadagni dell'azienda target nel bilancio del gruppo.⁹⁸ La quinta e ultima divisione è quella del c.d. "selective retailing" che gestisce gli investimenti del gruppo LVMH in aziende quali Sephora, DFS Galleria, e Miami Cruiseline Services.⁹⁹

⁹⁸ Rapporto Mergers & Acquisitions 2011, KMPG, www.kmpg.com

⁹⁹ Ramaswamy K., "Louis Vuitton Moët Hennessy: In search of synergies in the global luxury industry", Harvard Business Review, 16 giugno 2003.

<u>Line of Business</u>	% of LVMH						<u>Rest of the world</u>
	<u>revenues</u>	<u>Americas</u>	<u>Japan</u>	<u>Asia</u>	<u>Europe</u>	<u>France</u>	
Wine and Spirits	17.85	38	10	12	26	12	2
Fashion & Leather goods	33.04	24	33	15	16	10	2
Perfumes & Cosmetics	18.40	25	7	8	35	20	5
Other Selective Retail	26.29	37	N/A	23*	9	26	5
Watches & Jewelry	4.35	28	14	12	29	8	9
Other	0.07						
Total	100.00	27	15	15	20	17	6

Figura 3.2. Distribuzione delle vendite per area geografica delle divisioni del gruppo LVMH fino al 2003.¹⁰⁰

Revenue by business group

<i>(EUR millions)</i>	2013	2012	2011
Wines and Spirits	4,187	4,137	3,524
Fashion and Leather Goods	9,882	9,926	8,712
Perfumes and Cosmetics	3,717	3,613	3,195
Watches and Jewelry	2,784	2,836	1,949
Selective Retailing	8,938	7,879	6,436
Other activities and eliminations	(359)	(288)	(157)
Total	29,149	28,103	23,659

Figura 3.3. Ricavi e profitti delle divisioni di LVMH fino al 2013

¹⁰¹

¹⁰⁰ Cfr. nota precedente

¹⁰¹ Document d'Information, Fiscal year ended, Dicembre 2013, LVMH

Revenue by business group (EUR millions)	June 30, 2014	Dec. 31, 2013 ⁽¹⁾	June 30, 2013 ⁽¹⁾
Wines and Spirits	1,677	4,173	1,795
Fashion and Leather Goods	5,030	9,883	4,711
Perfumes and Cosmetics	1,839	3,717	1,804
Watches and Jewelry	1,266	2,697	1,275
Selective Retailing	4,382	8,903	4,198
Other activities and eliminations	(185)	(357)	(151)
Total	14,009	29,016	13,632

Figura 3.4. Ricavi e profitto delle divisioni di LVMH aggiornati al 2014.¹⁰²

Come evidente dall'analisi dell'azienda le acquisizioni hanno rappresentato per ogni divisione un importante mezzo di crescita per il gruppo LVMH. Di seguito si cercherà di comprendere le motivazioni e i risultati di una delle acquisizioni più importanti e recenti realizzate da LVMH ovvero l'acquisizione del 100% delle azioni di Bulgari per la divisione orologi e gioielli avvenuta nel 2011.

3.3 Struttura e motivazioni dell'operazione di M&A

Come già sottolineato nei precedenti passaggi, il gruppo LVMH si è imposto fin da subito come una delle colonne portanti nel mercato del lusso ma l'attività nel settore degli orologi e dei gioielli faticava prima del 2011 a tenere il passo con il successo raggiunto nelle altre divisioni. Essa rappresentava per il gruppo solo il 4,35 %

¹⁰² LVMH, 2014, Half Year Financial report

dei ricavi totali (Figura 3.2).¹⁰³ La necessità di portare la suddetta divisione al livello delle altre facenti parte del gruppo e la consapevolezza che Bulgari, uno dei più noti e ambiti marchi italiani nonché sinonimo di eccellenza nel campo dei gioielli, stava attraversando un difficile momento finanziario, spinse i manager del gruppo a considerare la possibilità di una nuova acquisizione. Rimandando tutte le considerazioni di convenienza dell'operazione, finanziarie e non, risulta già evidente che acquisire un marchio come Bulgari avrebbe rappresentato per il gruppo LVMH una garanzia nel tentativo di elevare l'immagine dei loro prodotti nel campo dei gioielli. Appare, quindi, doveroso in tal senso accennare alla storia di questo grande marchio diventato in breve tempo leader nel suo settore esattamente come la sua azienda acquirente e che prima della conclusione dell'operazione si configurava come uno dei principali *competitors* della stessa. La nascita ufficiale di Bulgari si colloca nel 1884 quando il suo fondatore Sotirio Bulgari aprì il primo negozio in via Sistina a Roma. Nel 1905, lo stesso inaugurò quello che ancora oggi è il negozio simbolo del marchio in via Condotti e gradualmente lasciò che i due figli assumessero il controllo della *maison*. Questi decisero di modificare l'immagine iniziale dei prodotti Bulgari, allontanandosi dalla tradizione orafa francese e imponendo uno stile ispirato al classicismo Greco-romano e al Rinascimento italiano. Da allora l'azienda crebbe in modo continuo e ad un passo sostenuto. A partire dagli anni '70 parallelamente ad una strategia di internazionalizzazione che consentì l'apertura di nuovi *stores* tra

¹⁰³ "Louis Vuitton Moët Hennessy: In search of synergies in the global luxury industry", Harvard Business Review, 16 giugno 2003.

New York, Ginevra e Montecarlo, venne portata avanti una strategia di diversificazione grazie alla quale vide la luce la linea di dieci fragranze che ebbe un successo planetario. Nel 1995 l'azienda venne quotata sia alla borsa di Milano che a quella di Londra e annunciò l'apertura di un hotel di lusso con sede nel quadrilatero della moda di Milano. Gli ottimi risultati finanziari raggiunti, inoltre, consentirono a Bulgari di avviare nel 2000 una serie di acquisizioni di marchi di orologeria di alta gamma come "Daniel Roth", "Gerald Genta" e "Cadrans Design" nonché di aziende specializzate nell'alta gioielleria quali "Prestige D'Or" e "Crova". Fino al 2009 la crescita di Bulgari non ha conosciuto arresti come dimostrato dall'apertura di nuovi e importanti *stores* come quello di Parigi (oggi il più grande d'Europa) e di nuovi alberghi, primo fra tutti quello di Bali.¹⁰⁴ Nonostante il successo ottenuto e visibile a tutti, risulta evidente dai bilanci resi pubblici da Bulgari stesso che neanche un'azienda così affermata e operante in uno di quei mercati che sembrano non conoscere la parola "crisi" sia riuscita a restare indenne alla "Grande Recessione" per tale intendendosi la crisi globale iniziata con lo scoppio della bolla dei mutui subprime nel mercato immobiliare americano. Sotto questa luce, appare chiaro perché Bulgari si sia aggiudicata il posto di possibile e principale azienda target dell'operazione di acquisizione che il gruppo LVMH intendeva avviare. E' comunque opportuno specificare quali siano state le determinanti che hanno indotto l'azienda acquirente, LVMH nel caso di specie, e la target, Bulgari, a portare a termine l'operazione di acquisizione. Partendo dal gruppo LVMH le motivazioni sottostanti la scelta di acquisire un

¹⁰⁴ www.bulgari.com/histoy

brand come Bulgari vanno analizzate sotto due distinti piani ovvero ampliare l'offerta di prodotti attraverso un marchio che potesse essere all'altezza del concetto di eccellenza permeante tutte le divisioni dell'azienda e godere dei rendimenti aggiuntivi realizzabili con l'investimento in un'azienda che da sola non era più in grado di finanziare la propria crescita.¹⁰⁵ La profittabilità della divisione gioielli e orologi in termini di vendite era bassa per il gruppo LVMH che da tempo cercava un modo per competere nel settore dell'*hard luxury* con Richemont (Cartier) e Swatch, mentre Bulgari registrava una forte presenza in quel campo.

Gioielli	46%
Orologi	20%
Profumo & Cosmetica	23%
Accessori	8%
Attività alberghiera e ristorazione	2%
Royalties ed altro	1%

Figura 3.5. Ricavi di Bulgari per categorie di prodotto.¹⁰⁶

¹⁰⁵ “ Analisi dell’acquisizione di Bulgari da parte di LVMH” , Aprile 2011, www.dominionfunds.com

¹⁰⁶ [www.zonebourse.com\Bulgari](http://www.zonebourse.com/Bulgari), anno 2010.

Inoltre Bulgari traeva il 21% dei suoi ricavi dalle vendite in Giappone, mercato nel quale Louis Vuitton cercava da tempo di penetrare e dove registrava vendite pari solo al 13%. Nel procedere con l'acquisizione, il gruppo LVMH ha di certo tenuto conto delle sinergie sfruttabili una volta completata l'acquisizione e delle economie di scala potenziali con particolare riguardo al processo di produzione e distribuzione molto simile nelle due aziende. Lo sfruttamento di tali sinergie non solo ha condotto all'aumento della profittabilità per entrambe le aziende ma soprattutto all'abbattimento dei costi che ha consentito a Bulgari di risanare la sua situazione finanziaria.¹⁰⁷

	Purchase from Suppliers	Technology	Operations	Marketing	Sales & Distribution	Service
Jewelry & Watches	➔	➔	➔	➔	➔	➔
Wine & Spirits	➔	➔	➔	➔	➔	➔
Perfumes	➔	➔	➔	➔	➔	➔
Fashion & Leather goods	➔	➔	➔	➔	➔	➔
Accessories	➔	➔	➔	➔	➔	➔
Selective Retailing	➔	➔	➔	➔	➔	➔
	No synergy ➔		Strong synergy ➔		Medium synergy ➔	

Figura 3.6 Sinergie derivanti dall'acquisizione.

¹⁰⁷ "The Deal: JP Morgan business game", www.jpmorgan.com, 2010

Dal punto di vista di Bulgari, è evidente come la motivazione principale che si cela dietro la conclusione dell'operazione sia stata la necessità di riprendersi dalla crisi e di riacquisire liquidità per tornare a gestire l'azienda in modo profittevole. Prima dell'acquisizione Bulgari registrava un EBITDA pari al 14,4% che nemmeno paragonabile a quello dei concorrenti che si attestava intorno al 28% mentre l'intervento di un colosso come il gruppo LVMH a garanzia dei suoi conti ha fatto sì che nel giro di due anni i margini finanziari di Bulgari tornassero ai risultati precedenti il 2007 e si attestassero ai livelli dei *competitors*.¹⁰⁸ Analizzati i pro e contro dell'operazione, è il 7 marzo del 2011 quando il gruppo LVMH annuncia ufficialmente di aver acquisito circa il 51% del capitale del gruppo e di voler procedere ad un'offerta pubblica di acquisto per il capitale di minoranza. Sia Paul Betts che Arnault dichiarano al Financial Times che si tratta di un accordo amichevole. Questo dimostra come l'acquisizione di Bulgari non differisca da quelle precedenti realizzate dal gruppo LVMH che persegue la strategia dell'"acquisire senza snaturare" e che non si propone come proprietario dispotico dell'azienda target ma piuttosto come un "tacito finanziatore". L'accordo raggiunto prevedeva che la famiglia Bulgari trasferisse tutte le 152.486.348 azioni in suo possesso corrispondenti a circa il 58,43% del capitale sociale al gruppo LVMH. A fronte di tale trasferimento LVMH si impegna ad emettere azioni ordinarie alla famiglia Bulgari e a deliberare un aumento di capitale sociale con la corrispondente emissione di 16.530.588 nuove azioni. Essendo ogni azione Bulgari

¹⁰⁸ "Strategic Alliance between the Bulgari family and LVMH to constitute a World Leader in Watches and Jewelry Contribution to LVMH of a Controlling Participation in Bulgari", www.lvmh.com, 7 marzo 2011

valutata a 12,25 euro e ogni azione LVMH valutata a 113 euro il concambio è stato fissato in 0,108407 nuove azioni LVMH per ogni azione ordinaria Bulgari. Le azioni LVMH in possesso dei Bulgari sono state sottoposte a *lock-up* (divieto di vendita) al momento dello scambio valido fino al diciottesimo mese successivo al conferimento.¹⁰⁹ Il gruppo acquirente ha realizzato il pagamento per azioni quasi esclusivamente per cassa.¹¹⁰ Il processo di acquisizione è stato agevolato dall'autorizzazione dell'operazione da parte della Commissione europea giunta il 30 giugno 2011. La stessa Commissione ha, infatti, dichiarato che secondo i risultati delle sue indagini e ai sensi del regolamento UE sulle concentrazioni, l'acquisizione non avrebbe inciso in maniera rilevante sulla concorrenza nei mercati rilevanti dato che Bulgari deteneva solo esigue quote del mercato. Inoltre considerando che il gruppo LVMH e Bulgari operavano già negli stessi segmenti del mercato, la Commissione ha ritenuto che l'attività congiunta dei due non avrebbe portato ad un sostanziale aumento della quota di mercato di uno degli attori coinvolti tale da risultare limitativa della concorrenza.¹¹¹ Ottenuta tale autorizzazione, l'operazione di acquisizione è stata finalizzata a luglio 2011 e da lì al 31 dicembre 2011 il gruppo LVMH è entrato in possesso di tutte le azioni di Bulgari (100% del capitale sociale). Il prezzo finale pagato dal gruppo LVMH per la conclusione del *deal* è stato di 4,3 miliardi di euro, erogati per il 44% da azioni e per il 56% con liquidità e titoli di debito. Volendo valutare il prezzo delle azioni tramite i due

¹⁰⁹ "Louis Vuitton lancia un'Opa su Bulgari", 7 marzo 2011, www.wordpress.com

¹¹⁰ Cfr. paragrafo 1.5. "Le modalità di pagamento"

¹¹¹ "Concentrazioni: la Commissione autorizza l'acquisizione di Bulgari da parte di LVMH", comunicato stampa CE, 30 giugno 2011, Bruxelles

metodi più utilizzati nelle operazioni di M&A ovvero il “Price to Earnings”(P/E) e il “Rendimento del Free Cash Flow” (FCF), sembra che il prezzo pagato da LVMH sia stato eccessivo.

Parametri di misura del valore di Bulgari	2010	2012
P/E	71,08	23,04
Rendimento FCF	0,02%	2,80%
P/E storico a 10 anni	25,18	25,18

Figura 3.7. Parametri di misura del valore di Bulgari

Tuttavia da un'analisi più attenta sembra che l'acquisizione sia stata il frutto di una valutazione ben più lungimirante. Il ritorno annuo stimato sull'investimento effettuato è del 5,78% ben più elevato del rendimento che il gruppo LVMH avrebbe ottenuto stanziando il denaro nei fondi comuni di investimento del mercato monetario.¹¹² Di seguito si andranno a rilevare i primi risultati prodotti dall'acquisizione che sembrano confermare le aspettative.

¹¹² “ Analisi dell'acquisizione di Bulgari da parte di LVMH” , Aprile 2011, www.dominionfunds.com

3.4. I primi risultati dell'operazione

Per analizzare quali sono stati gli effetti dell'acquisizione di Bulgari da parte del gruppo LVMH, sia dal punto di vista dell'azienda acquirente che dal punto di vista dell'azienda target, è opportuno soffermarsi sui dati di bilancio pubblicati tra il 2010 e il 2012 dalle stesse aziende e in particolare, nel caso di LVMH, sui cambiamenti riguardanti la divisione “orologi e gioielli” nonché quella “profumi e cosmetica”. Il ricavo netto, evidente già a pochi mesi dalla conclusione del *deal*, nella divisione “orologi e gioielli” è stato di 1949 milioni di euro. Il dato è sorprendente se si considera che nell'anno precedente all'acquisizione, il 2010, i ricavi nella medesima divisione raggiungevano “solo” i 985 milioni

Revenue by business group (EUR millions)	2011	2010	2009
Wines and Spirits	3,524	3,261	2,740
Fashion and Leather Goods	8,712	7,581	6,302
Perfumes and Cosmetics	3,195	3,076	2,741
Watches and Jewelry	1,949	985	764
Selective Retailing	6,436	5,378	4,533
Other activities and eliminations	(157)	39	(27)
Total	23,659	20,320	17,053

di euro.

Figura 3.8. Ricavi del gruppo LVMH per divisioni di prodotto tra il 2009 e il 2011.

Risultativi meno significativi ma pur sempre positivi si sono registrati nella divisione “profumeria e cosmesi” che vede un

aumento dei ricavi di circa 119 milioni tra il 2010 e il 2011.¹¹³ Sempre nel 2011, il gruppo LVMH ha annunciato un aumento del fatturato di circa il 16% e del 22% nel risultato operativo (oggi supera i 5 miliardi di euro) nonché un aumento del 98% su base annua delle vendite di orologi e gioielli.¹¹⁴ Dal punto di vista strettamente finanziario, appare interessante rilevare che il WACC del gruppo LVMH ha registrato un aumento tra il 2010 e il 2012 passando dal 8,13% al 8,53%.¹¹⁵ Sebbene il gruppo LVMH non renda pubblici i risultati dei singoli brand, appare corretto immaginare che una parte di questo miglioramento sia senz'altro da attribuire all'acquisizione in parola. Naturalmente l'acquisizione è risultata vantaggiosa anche per l'azienda target, Bulgari, che, risentendo della crisi globale iniziata nel 2007, faceva fatica a riparare alle ingenti perdite registrate tra il 2007 e il 2008. A conferma delle aspettative, ad appena un anno dalla conclusione dell'operazione Bulgari è tornata all'attivo e il suo utile si attestava intorno ai 9,1 milioni di euro.¹¹⁶

Anche i dati di borsa relativi al periodo considerato confermano i risultati positivi appena descritti. Il prezzo per azione del gruppo LVMH (che nel 2010 aveva registrato un massimo di 109,65 euro) è, infatti, salito a 129,40 euro dopo l'annuncio dell'acquisizione di Bulgari, avvenuto il 7 marzo 2011, e nel periodo immediatamente

¹¹³ Financial document 2011, www.lvmh.com/documents

¹¹⁴ "Effetto Bulgari sui conti LVMH", 2 febbraio 2012, www.economiaweb.com

¹¹⁵ Report su LVMH, www.hsbc.com

¹¹⁶ Bilanci Bulgari 2008 e 2011, www.bulgari.com/reports

successivo alla chiusura dell'OPA¹¹⁷ lanciata dallo stesso LVMH sulle azioni non ancora acquisite al 22 agosto 2011. Il dato più rilevante, però, si registra nel confronto tra il valore di borsa di un'azione Bulgari nella periodo pre-acquisizione a quello registrato già dalle prime fasi di chiusura dell'accordo. L'OPA lanciata dal gruppo LVMH sulle azioni Bulgari il 22 agosto 2011 si è conclusa il 23 settembre dello stesso anno con un prezzo per azione di 12,25 euro. Ciò significa che, rispetto alle valutazioni pre-acquisizione (7,59 euro per azione) le azioni hanno incorporato un premio del 57,3% sul prezzo medio ponderato rispetto all'ultimo mese e negli ultimi 3 mesi.¹¹⁸

¹¹⁷ Si parla di offerta pubblica di acquisto quando la stessa è rivolta ad un pubblico di più di 100 investitori.

¹¹⁸ www.teleborsa.it

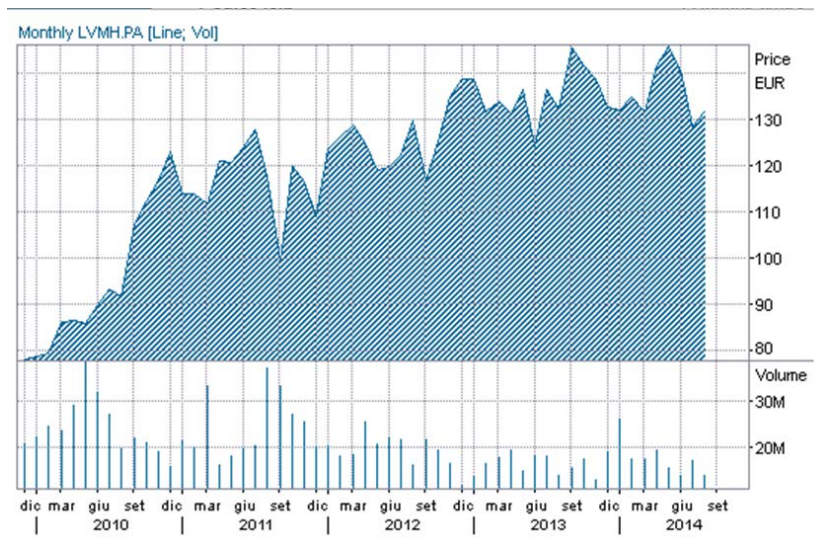


Figura 3.9. Andamento del prezzo delle azioni LVMH tra il 2010 e il 2014.¹¹⁹



Figura 3.10. Andamento del prezzo delle azioni Bulgari tra il 2010 e il 2014.¹²⁰

¹¹⁹ <https://www.altroconsumo.it/finanza/lvmh-s167770.htm>

Tali risultati sono una conseguenza della sapiente gestione delle sinergie messa in atto dal gruppo LVMH. Con alla base un prodotto di qualità come quello messo a disposizione da Bulgari, LVMH ha messo in atto una serie di strategie dalle operazioni di marketing, come l'organizzazione della mostra celebrativa dei 125 anni di Bulgari organizzata a Parigi, all'espansione a livello *retail*, grazie all'apertura di nuovi punti vendita di successo, con l'obiettivo di rilanciare il marchio e che come dimostrato dai risultati, si sono rivelate molto più che efficaci.¹²¹ Confrontando le figure 3.3 e 3.4, è semplice notare come i ricavi della divisione orologi e gioielli del gruppo LVMH (e dunque attribuibili a Bulgari) siano continuati ad aumentare negli anni successivi all'acquisizione passando tra il 2011 e il 2013 da 1949 a 2784 milioni di euro. Una lieve flessione in negativo è visibile solo nella relazione semestrale relativa al 2014 ma, non essendo il risultato classificabile come definitivo, non è possibile dire se gli effetti positivi dell'operazione si stiano attenuando o meno. Di contro sembra plausibile affermare che l'operazione di acquisizione realizzata dal gruppo LVMH si sia rivelata, come tutte le precedenti e fino a questo momento, un investimento di successo. E' ipotizzabile, quindi, che anche sotto impulso dell'ennesima operazione riuscita, il management del gruppo LVMH e in particolare Bernard Arnault si siano ancor di più convinti che le operazioni di M&A nel mercato di riferimento siano una delle poche, se non l'unica, vie per una crescita sostenuta e sostenibile.

¹²⁰ <http://it.advfn.com/bit/Grafico.asp?azione=BUL>

¹²¹ "Strategic Alliance between the Bulgari family and LVMH to constitute a World Leader in Watches and Jewelry Contribution to LVMH of a Controlling Participation in Bulgari", www.lvmh.com, 7 marzo 2011

3.5 Brevi cenni al post- Bulgari

Già durante la trattativa con Bulgari, il gruppo LVMH cercava di acquisire altri marchi di successo nel mercato del lusso. Con riferimento ai movimenti più importanti in tal senso, con una scalata iniziata nel 2010, il gruppo si trova oggi in possesso di una partecipazione del 23,1% in Hermes che avrebbe già fruttato un *capital gain* di 3,5 miliardi.¹²² La novità più importante risiede però nell'acquisizione conclusasi nel Dicembre 2013 di un altro marchio simbolo del lusso italiano ovvero Loro Piana. La società nacque ufficialmente nel 1924 su iniziativa di Pietro Loro Piana ma come Bulgari e Louis Vuitton le origini della stessa risalgono già all'inizio dell'800 con l'apertura di piccoli lanifici in Valsesia. Nel corso del tempo Loro Piana si è imposta come leader nella produzione di tessuti di laneria e drapperia di alta moda diventando un marchio di fama internazionale con punti vendita in Europa, Usa e Asia (in particolare Giappone e Corea). Oggi l'azienda si compone di due divisioni quali la Divisione Tessile (a sua volta formata dalla Fabrics Business Unit, la Yarns Business Unit e l'Interior Business Unit) specializzata nella produzione di tessuti in cashmere, vicuna e lane extra fini e la Divisione "Luxury Goods" la cui attività consiste nel sviluppare linee per donna e uomo di maglieria e accessori.¹²³ Da tempo il gruppo LVMH tentava di acquisire la società italiana e la trattativa di pochi mesi fa ha sancito il trasferimento dell'80% delle azioni di Loro Piana a

¹²²"L'acquisto della quota Hermes costa 8mln di multa a Lvmh"
www.milanofinanza.it

¹²³ Profilo aziendale www.loropiana.com

LVMH con un'opzione put¹²⁴ sul restante 20% attualmente di proprietà dei fratelli Sergio e Luigi Loro Piana. Per portare a termine l'operazione il gruppo LVMH ha pagato le azioni Loro Piana circa 2 miliardi di euro cioè ben 21,5 volte il margine operativo lordo del gruppo. Secondo i proprietari di Loro Piana il gruppo LVMH, guidato da Arnault, era l'unico in grado di rispettare i valori aziendali della società e di garantire un certo livello di autonomia nella gestione assicurando al contempo lo sfruttamento di sinergie eccezionali. Per LVMH, al contrario, il successo derivante dall'integrazione di Loro Piana all'interno del gruppo era pressoché assicurato. I dati relativi al fatturato di Loro Piana, infatti erano tutti positivi e le previsioni per il 2013 indicavano un aumento dell' 11,1% per un totale di 630 milioni di euro.

¹²⁴ Opzione di vendita di un'attività esercitabile ad uno specifico prezzo e in una specifica scadenza (put europea) o in qualsiasi momento prima della scadenza (put americana).
Brealey Richard, Myers Stewart, Allen Franklin, Sandri Sandro, "Principi di finanza aziendale" McGrawHill,2010

Ricavi Loro Piana - Dati in milioni di euro		
	<i>Ricavi</i>	<i>Variazione</i>
❖ 2011	562,7	+17%
❖ 2012	630	+13,1%
❖ 2013 (previsioni)	700	+11,1%

Figura 3.11. Ricavi Loro Piana dal 2011 al 2012 con previsioni per il 2013.

Nel caso di Loro Piana, dunque, i motivi che hanno convinto i proprietari a cedere la quota maggioritaria della società non risultano essere finanziari come per Bulgari, bensì strategici. La dichiarazione di Sergio e Luigi Loro Piana, contenuta nella nota allegata al documento riportante i termini dell'acquisizione, conferma questa ipotesi. I due fratelli, pur consapevoli di possedere un marchio importante, sinonimo dell'eccellenza e della forza del *made in italy*, hanno ceduto l'azienda al gruppo LVMH non perché preoccupati della situazione finanziaria ma perché ansiosi di assicurare alla società un futuro stabile all'interno di un ambiente competitivo come quello del mercato del lusso e la possibilità di competere con marchi del calibro di Hermes. Per LVMH, invece, le motivazioni che hanno portato all'apertura delle trattative con Loro Piana oltre ad una valutazione positiva del marchio sono state simili a quelle analizzate nel caso Bulgari ovvero la possibilità di espandersi a livello retail, di ampliare la gamma di prodotti e di sfruttare le sinergie potenziali. I dati finanziari che potrebbero dare ragione alla decisione del gruppo LVMH non sono ancora

disponibili ma è probabile che la strategia di crescita perseguita, di cui quest'acquisizione è solo l'ultimo anello, si rivelerà ancora una volta profittevole.¹²⁵

3.6. Conclusioni

Il presente capitolo ha analizzato i punti di forza di un colosso nel mercato del lusso qual è il gruppo LVMH che non accenna ad arrestare la sua crescita e la sua espansione da realizzarsi tramite lo strumento rischioso ma efficace delle operazioni di M&A. Oltre ad una straordinaria capacità di sfruttamento delle sinergie sembra che la politica utilizzata dal gruppo LVMH nella gestione dei brand posti sotto il suo controllo sia la chiave del successo di tali operazioni. I brand, facenti parte del gruppo, hanno mantenuto il più delle volte nelle fasi post-acquisizione le loro tradizioni, i loro valori (pienamente condivisi dal gruppo LVMH), il loro target di clienti e la propria policy aziendale. LVMH non interferisce in modo ingerente nella gestione delle società acquisite e questo rende la collaborazione tra i marchi più semplice e senza frizioni interne che potrebbero minare alla base la solidità dell'intero gruppo. Tale politica nella strategia di acquisizioni perseguita ha sempre assicurato al gruppo il successo nelle operazioni concluse e oggi le mire di LVMH (che da poco si è aggiudicata anche la storica pasticceria milanese Cova) sembrano oggi essere rivolte ad altri due grandi marchi, quali Burberry e Tiffany ma non vi è nessuna notizia ufficiale che le trattative siano già in corso. Visti i precedenti,

¹²⁵Documenti reperiti all'ufficio PR di Loro Piana, "Rassegna stampa post acquisizione.", 2013

però, è senz'altro ipotizzabile che Loro Piana non sarà l'ultimo brand a cedere alle lusinghe di questo leader mondiale.

Conclusione

Il presente elaborato ha cercato di comprendere e analizzare le operazioni di finanza di M&A nel settore del lusso. Lo studio del caso LVMH e delle acquisizioni di Bulgari e Loro Piana ha permesso di evidenziare come la solidità finanziaria e l'esperienza in questo tipo di movimenti su cui il gruppo LVMH poteva contare abbia permesso alle due società target di rilanciare il proprio brand e al gruppo acquirente di concentrarsi solo sullo sfruttamento delle sinergie esistenti così da rendere le acquisizioni concluse, veri e propri successi. L'elaborato si è proposto di dimostrare la validità e la convenienza di operazioni di fusione e acquisizione, spesso criticate in quanto colpevoli di togliere autonomia a brand carichi di tradizioni come nel caso Bulgari, nel caso in cui queste siano il frutto di accurate valutazioni precedenti e successive alla trattativa stessa e di un attento controllo durante tutte le fasi dell'operazione. Appare, inoltre, fondamentale conoscere i pro e i contro di questo tipo di movimenti. Nel panorama attuale, infatti, la crisi economico-finanziaria nonché gli effetti della globalizzazione hanno messo le imprese di fronte ad una concorrenza sempre più incalzante per sopravvivere alla quale l'unica risposta è "continuare a crescere". In un mondo in cui non c'è più spazio per i "piccoli", colossi come LVMH cercano di non arrestare la loro corsa, di imporsi come leader nel settore di loro competenza. Le acquisizioni, come analizzato, rappresentano in tal senso l'unica via per una crescita veloce e, se ben valutata, sicura. Inserendo tali conclusioni nel contesto in esame, la tesi sostenuta sembra acquisire un'ancora maggiore legittimità. Dall'analisi del settore del lusso, riportata nel secondo capitolo, appare chiaro che

l'eccessiva competitività in esso rilevata e i fattori che ne influenzano lo sviluppo (PIL e l'andamento dei tassi di cambio) impongono ai quattro gruppi conglomerati (LVMH, Kering, Swatch e Richemont) che si contendono il ruolo di *leader* assoluto di puntare sull'acquisizione di imprese. Le aziende *target* di riferimento, infatti, anche quando non solide dal punto di vista finanziario sono specializzate e rinomate per i loro prodotti così da consentire ai rispettivi gruppi di raggiungere e superare i *competitors* su ogni fronte e di risanare le divisioni più deboli. Da ultimo, è necessario ricordare che in più di un caso le operazioni in parola non risultano essere il frutto di una scelta. Le imprese più piccole che hanno risentito in modo particolare della crisi finanziaria (sebbene essa nel settore del lusso abbia avuto effetti minori che sugli altri mercati) non riescono a "tenere il passo" con i "giganti" del loro settore e si vedono troppo spesso costrette ad affidarsi ad investitori esterni che possano riportare alla luce ciò che giace nell'ombra. Di certo non esiste una risposta univoca alle molteplici domande che operazioni complesse, come quelle di M&A, potrebbero sollevare ma volendo affidarsi ai risultati finanziari rilevati non si può che affermare che in più di un caso vi sono stati benefici sia per le aziende *target* (Bulgari e Loro Piana), che pur mantenendo un certo grado di autonomia gestionale si sono assicurate una posizione di gran lunga più stabile di quella iniziale sul mercato di riferimento, che per quella acquirente (nel caso in esame LVMH) che ha arricchito la gamma di brand e conseguentemente di prodotti che compongono il suo portafoglio con due dei marchi italiani più celebri e prestigiosi, aumentando così le proprie possibilità di qualificarsi come *leader* assoluto del

settore. Alla luce di queste considerazioni è quindi possibile concludere che la strategia di crescita esterna, condotta tramite il complesso ma efficace strumento delle operazioni di M&A, abbia come risultato principale la creazione di un vantaggio durevole per le imprese.

Bibliografia

- Alleres D., "Luxe: Strategies-Marketing", French edition, Paperback, 1/06/1990
- Bandura, A., "Self-efficacy: Toward a Unifying Theory of Behavioral Change.", *Psychological Review* 84, 1977
- Bencini F., "Operazioni di M&A e business due diligence in un contesto di incertezza", 2010.
- Bower L. J., "Not All M&As Are Alike—and That Matters", *Harvard Business Review*, 2001
- Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., "Principi di finanza aziendale" McGrawHill, 2010
- Campa J.M, Hernando I., "Shareholder Value Creation in European M&As", *European Financial Management*, 10, 2004.
- Cappetta R., Zanelli F., Ponti A., "La dimensione simbolica delle decisioni di acquisizione del sistema moda", 4° Workshop dei docenti e ricercatori di Organizzazione Aziendale, gennaio 2003
- Castello M., "Le acquisizioni da investitori esteri nel fashion e luxury: quale valore per i marchi italiani?", ricerca per il VI Luxury Summit dell'11 giugno 2014.
- Cocco M. "Scambi tra player, un'analisi comparata sul valore vincolante delle intese preparatorie nel M&A", *The Independent Review*, 2006.
- Comunicato stampa CE, "Concentrazioni: la Commissione autorizza l'acquisizione di Bulgari da parte di LVMH", 30 giugno 2011, Bruxelles
- Cortesi A., "La crescita delle piccole imprese: fusioni, acquisizioni e accordi", Giappichelli, 2004
- Document dè Reference, Fiscal year ended, Dicembre 2013, LVMH
- Documenti reperiti all'ufficio PR di Loro Piana, "Rassegna stampa post acquisizione."
- Dubois B., Laurent G., Czellar S., "Consumer rapport to luxury : Analyzing complex and ambivalent attitudes", 2001
- Emea equity research, "Luxury goods", Luglio 2012, HSBC.
- Fiske N., Silverstein M, "Luxury for the masses", *Harvard Business Review*, Aprile 2003
- Fiske N., Silverstein M, "Trading up: la rivoluzione del lusso accessibile", Etas Milano, 2004
- Fontana F., Caroli M., "Economia e gestione delle imprese" 4° edizione McGraw-Hill, 2012.

Ghemawat, P., "Sustainable Advantage," Harvard Business Review, September-October 1986.

Haspeslag P.C., Jeminson D.B., "La gestione delle acquisizioni. Successi e insuccessi nel rinnovamento delle imprese", Etas, 1992

Kapferer J. N., "Is Luxury history?", Aprile 2013

Kapferer J.N, Bastien V., "The luxury strategy: break the rules of marketing to build luxury brands", Kogan page Ltd, 2009

Konigs A., Schiereck D., "Wealth creation by M&A activities in the luxury goods industry", European Business School, Department of Finance, N°7

KMPG , "Rapporto Mergers & Acquisitions 2011, disponibile su [www....](#)

Lewellen W.G . "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger", Journal of Finance, 26, maggio 1971.

LVMH, Financial document, 2011 disponibile su www.lvmh.com/documents

LVMH, Half Year Financial report, 2014 disponibile su www.lvmh.com/documents

Marinozzi G., Tartaglia A., "Il lusso: magia e marketing. Presente e futuro del superfluo indispensabile", Franco Angeli, 2006

Martin K.J., "The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities and management ownership", Journal of Finance, 51, 2006

Martynova, M., & Renneboog, L.D.R. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? Journal of Banking and Finance, 32(10), 2148-2177

McKinsey, "McKinsey on Finance", n°36, 2010

Meinshausen S., Schiereck D., "Dressed to Merge- small fits fine: M&A success in the fashion and accessories industry", International review of financial analysis, Giugno 2011

Nutt, P., "Types of Organizational Decision Processes" in Administrative Science quarterly, September, Vol. 29, 1984

Okonkwo U., "Luxury Fashion Branding: Trends, Tactics, Techniques, Palgrave Macmillan, 2007

Ossorio M., "Struttura finanziaria e metodi di pagamento delle acquisizioni in Italia", FMP,2011.

Pasini Scognamiglio C., "Economia industriale: economia dei mercati imperfetti", Luiss University Press, terza edizione, settembre 2013

Petitt S. B, Kenneth R. Ferris, "Valuation for Mergers and Acquisitions, 2nd edition, 2013

Porter. M, "Il vantaggio competitivo delle nazioni",1991

PwC, "Industry trends, issues and Service opportunities - luxury and speciality retail", 2007
disponibile su [www...](http://www.pwc.com)

Ramaswamy K., "Louis Vuitton Moët Hennessy: In search of synergies in the global luxury industry", Harvard Business Review, 16 giugno 2003.

Rankine D., Howson P., "Le acquisizioni", Pearson Italia S.p.a, 2006

Ricerca AIFI, Executive briefieng EY, Gennaio 2014

Schmidt A. J., "Making Mergers Work: The strategic importance of people", Society for Human Resource Management, 2002.

Sicca L., "La gestione strategica dell'impresa", Cedam, 2001

Snichelotto M., Pegoraro Alessandro "Le operazioni di M&A" come strumento del vantaggio competitivo", RiVista, 3,2009.

Steger U. and Kummer C., " Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur - The Vicious Circle from Pressure to Failure", Luglio 2007

Varian R.H., "Microeconomia", Cafoscarina, 2010

Wetlauffer S., "The Perfect Paradox of Star Brands: An Interview with Bernard Arnault of LVMH," Harvard Business Review , October 2001, p. 116

Sitografia

<http://class25.com/it/louis-vuitton/prodotti/louis-vuitton>

<http://it.advfn.com/bit/Grafico.asp?azione=BUL>

<http://luxurysociety.com/articles/2013/04/the-new-luxury-is-luxury-for-all-suggests-jean-noel-kapferer>

<https://www.altroconsumo.it/finanza/lvmh-s167770.htm>

www.agcm.com

www.agcm.it

www.aifi.com

www.altagamma.it

www.bulgari.com

www.bvdinfo.it

www.dominionfunds.com

www.economiaweb.com

www.hsbc.com

www.jpmorgan.com

www.kmpg.com

www.loropiana.com

www.louisvuittoncareers.com

www.luxurydaily.com

www.lvmh.com

www.mckinsey.it

www.milanofinanza.it

www.newsmercati.com

www.pwc.com

www.referenceforbusiness.com

www.teleborsa.it

www.wordpress.com

www.zonebourse.com/Bulgari

Ringraziamenti

Questo elaborato rappresenta molte cose: il lavoro, l'impegno, la mia crescita personale ma più di tutte simboleggia la fine di un percorso che ha preteso tanto ma che mi ha dato tutto. E sarebbe impossibile chiudere questo capitolo, non di una tesi, ma di una vita senza dire alle persone che hanno scelto di dividerlo con me la parola più ricca che esista: Grazie.

Grazie alla follia, a quell'istinto surreale di tre anni fa senza il quale non avrei mai avuto il coraggio di intraprendere la strada che ora so essere quella giusta.

Grazie alla Luiss Guido Carli perché mi ha donato una casa, una famiglia, delle ambizioni, delle aspettative.

Grazie al mio relatore, Gianluca Mattarocci, perché un insegnante è un vero maestro quando oltre all'economia sa spiegarti la vita.

Grazie ai miei genitori, a papà per essere il mio pilastro, l'uomo senza i cui sacrifici non sarei qui e a mamma per essere la mia forza e per avermi insegnato che le sconfitte sono solo una parte del viaggio.

Grazie ad Emanuela perché non avevo capito cosa volesse dire avere ma soprattutto essere una sorella finché non ho trovato in lei un'amica. Grazie per avermi spinto ad uscire dalla mia "comfort zone", per avermi insegnato a volere di più e per avermi convinta di meritare di più.

Grazie a Marianna perché oggi mi ritrovo a dire che un grazie non basta. Grazie per aver colorato ogni giorno con un'emozione, grazie per non avermi lasciato avere paura, grazie per avermi mostrato quella parte di te che credo di essere una delle poche fortunate a conoscere.

Grazie a Maria Elena per avermi mostrato come da un soprannome dato per gioco possa nascere una promessa destinata a durare.

Grazie a Roberto per avermi insegnato, che a dispetto dei piccoli drammi quotidiani, l'importante è continuare a sorridere.

Grazie a chi se ne è andato per aver condiviso con me una parte di questo percorso, per avermi insegnato quando è il momento di mollare la presa ma grazie soprattutto a chi è rimasto, perché quando scopri che vale la pena di insistere crei quei legami che nel tempo, ne i km riescono a spezzare.

E infine grazie a quello che c'è stato, e grazie a quello che sarà.

